

La CONVERSION
des RENTES FRANÇAISES
de GUERRE et d'APRÈS-GUERRE

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

Présentée et soutenue le 2 Juin 1932, à 14 heures

PAR

L. CHARLEUX

JURY DE LA THÈSE

Président : M. William OUALID, professeur.

Suffragants { M. G. JÈSE.
M. RIST.

EDITIONS ALBERT MECHELINCK

10, Rue Victor-Cousin

PARIS

—
1932

THÈSE POUR LE DOCTORAT

*La Faculté n'entend ni approuver, ni désapprouver
les opinions émises dans les thèses, ces opinions doi-
vent être considérées comme propres à leurs auteurs.*

La CONVERSION des RENTES FRANÇAISES de GUERRE et d'APRÈS-GUERRE

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

Présentée et soutenue le 2 Juin 1932, à 14 heures

PAR

L. CHARLEUX

JURY DE LA THÈSE

Président : M. William OUALID, professeur.

Suffragants { M. G. JÈSE.
M. RIST.

EDITIONS ALBERT MECHELINCK

10, Rue Victor-Cousin
PARIS

—
1932



La CONVERSION des RENTES FRANÇAISES de GUERRE et d'APRÈS-GUERRE

Introduction

Au moment où le choix de cette thèse a été fixé, en avril 1931, la conversion des dettes de guerre et d'après-guerre paraissait imminente. La grande presse, les revues et les brochures financières préparaient l'opinion publique à une opération de large envergure ; cette opération, que l'on représentait comme le dernier acte de la liquidation financière de la guerre, devait permettre de réaliser des économies budgétaires massives et, par là-même, de soulager le contribuable français.

Depuis, la situation a bien changé : une sorte de conspiration du silence semble, en effet, être organisée sur ce sujet. La situation a-t-elle donc, en un an, évolué de telle sorte que ce qui apparaissait hier comme hautement souhaitable, est devenu dénué d'intérêt sinon même irréalisable ? Certes, la seconde moitié de l'année 1931 et le début de cette année ont vu se dérouler des événements fâcheux et gros de

conséquences ; mais ces événements ont eu pour théâtre des pays étrangers et la France, fort heureusement, n'en a subi le contre-coup que d'une manière atténuée. La question reste donc entière et c'est à l'étudier que sera consacré cet ouvrage.

Le plan adopté est le suivant : après avoir analysé les éléments du problème et examiné si les conversions sont véritablement nécessaires, nous aborderons l'étude des obstacles que rencontrent ces opérations à l'heure actuelle, puis nous envisagerons les modalités les plus propres à vaincre ces obstacles. Enfin, dans un dernier chapitre, nous tracerons un parallèle entre les conversions passées et les conversions actuelles.

Il nous reste à remercier bien sincèrement tous ceux qui, à un titre quelconque, ont facilité notre travail, et en particulier M. le Professeur Oualid, qui a bien voulu accepter la présidence de cette thèse dont il a été l'inspirateur.

Paris, le 15 mars 1932.

CHAPITRE PREMIER

Etude sommaire de la conversion

Avant d'examiner comment se pose le problème de la conversion des rentes françaises de guerre et d'après-guerre, il paraît utile de préciser ce qu'on entend par conversion.

Léon Say, que son double titre d'économiste et de Ministre des Finances qualifiait particulièrement en cette matière, a proposé la définition suivante :

« Une conversion est une opération financière au moyen de laquelle un Etat fait disparaître une dette ancienne et la remplace par une dette constituée à des conditions différentes. »

Cette définition donne déjà une première idée de la conversion ; elle présente l'avantage de mettre nettement en relief les deux éléments de l'opération : la disparition de la dette ancienne et le remplacement de celle-ci par une dette nouvelle ; d'autre part, elle est suffisamment générale pour englober les principales sortes de conversions (conversions au pair, conver-

sions avec soulte, conversions différées, etc...); toutefois elle présente l'inconvénient de ne pas indiquer suffisamment les modalités de l'opération; aussi préférons-nous cette autre définition (due également à Léon Say) qui complète et précise la première :

« La conversion d'une dette publique, constituée en rente perpétuelle, est une opération au moyen de laquelle l'Etat, profitant de l'amélioration de son crédit, rembourse la totalité de cette dette, en remettant à chaque porteur d'une unité de rente, à son choix, ou le capital au pair de son titre, ou le titre d'un nouveau fonds portant un intérêt moindre. »

Ici Léon Say ne vise qu'une catégorie de conversions, celle qui concerne les rentes perpétuelles ; cela tient à ce qu'en France, toutes les conversions qui ont été effectuées au cours du XIX^e siècle ont porté uniquement sur la dette perpétuelle. Mais on pourrait sans inconvénient élargir la définition donnée ci-dessus de façon à ce qu'elle comprenne l'ensemble de la dette publique; c'est cette définition élargie et légèrement modifiée dans ses détails que nous proposons :

« La conversion d'une dette publique est une opération au moyen de laquelle l'Etat, profitant de l'amélioration de son crédit, se libère de la totalité de cette dette, en remettant à chaque porteur, à son choix, soit le capital dû en cas de rachat, soit le titre d'un nouveau fonds constitué à des conditions différentes et portant généralement un intérêt moindre. »

Disons tout de suite qu'en fait, les conditions sou-

mises au choix des porteurs sont telles que ceux-ci, en grande majorité sont conduits à accepter en remboursement de leur capital non pas des espèces mais bien les titres nouveaux qui leur sont offerts. De sorte que la conversion aboutit le plus souvent à une simple substitution de dettes.

Plusieurs mobiles peuvent inciter un gouvernement à substituer ainsi une dette à une autre : le principal d'entre eux est, comme nous l'avons indiqué dans notre définition, le désir d'alléger le service de la dette par une réduction du taux de l'intérêt : en France, en particulier, toutes les conversions qui se sont succédé depuis la Restauration, n'ont pas eu d'autre motif avoué ⁽¹⁾ ; il en a été de même à l'étranger, notamment en Angleterre, pays classique des conversions ; dans certains cas, cependant, le but poursuivi est un peu différent : il consistera soit à modifier la durée de la période d'amortissement, soit à remplacer une rente jouissant de l'immunité fiscale par une rente dépourvue d'un tel privilège ⁽²⁾, soit à substituer une dette intérieure libellée en monnaie nationale, à une dette extérieure libellée en monnaie étrangère.

Mais il n'en reste pas moins vrai que, dans la ma-

(1) Même pour les conversions avec soulte, la raison officiellement donnée fut la réduction du taux de l'intérêt de la Dette. En fait, le besoin de se procurer de l'argent frais fut le motif réel de la réalisation de ces conversions.

(2) Exemple : le War Loan 5 % 1929-1947, dont une conversion partielle a été effectuée en novembre 1929. Nous verrons plus loin que l'emprunt français 4 % 1925, qui jouit d'une immunité fiscale totale, est susceptible d'être converti. Il est probable qu'en cas de conversion cette immunité fiscale disparaîtrait.

jorité des cas, le but principal des conversions est la réduction du taux de l'intérêt. Il en est même résultat que l'on a parfois confondu le but poursuivi avec l'opération elle-même et l'on a employé comme synonymes les expressions de *conversion* et de *réduction du taux de l'intérêt*. En réalité ces deux expressions se réfèrent à des opérations absolument distinctes. Certes, le plus souvent, elles tendent l'une et l'autre au même résultat : la diminution des charges de la Dette ; mais, alors que la réduction pure et simple du taux de l'intérêt — appelée aussi conversion forcée — est une répudiation partielle des engagements contractés, la conversion proprement dite ne présente nullement ce caractère : elle n'est autre qu'une offre de remboursement proposée par l'Etat débiteur à ses créanciers, cette offre se présentant habituellement, nous l'avons vu, sous forme d'option laissée au porteur entre le remboursement intégral en espèces du capital dû et le paiement en titres nouveaux portant intérêt réduit (3). Il s'ensuit qu'en aucun cas la conversion ne saurait heurter l'équité puisque nous rencontrons toujours une certaine équivalence entre les prestations fournies par chacune des deux parties : l'Etat et le rentier.

(3) L'offre de conversion ne se présente pas, comme on l'a dit quelquefois, sous forme d'option entre le remboursement de la dette à convertir et la diminution des intérêts de cette dette, car, lorsque le porteur n'accepte pas le remboursement, il se produit une véritable novation de la dette : une nouvelle dette naît donc et ce fait a parfois des conséquences importantes, notamment pour la garantie du nouvel emprunt.

Mais abandonnons la notion d'équité souvent imprécise et entachée d'arbitraire et demandons-nous si la conversion est légitime. Remarquons tout d'abord que la réponse à cette question est souvent donnée par le contrat d'emprunt lui-même. Celui-ci, en effet, prévoit la convertibilité à partir d'une certaine date (ou, ce qui revient au même, l'inconvertibilité pendant un certain temps). Cette stipulation est parfaitement conforme à l'ordre public et sa validité ne fait aucun doute. Mais que décider dans le silence du contrat ?

Pour résoudre ce problème, il suffit d'examiner si l'une des deux solutions offertes en option au porteur — le remboursement en espèces — est légitime. Car si le remboursement est licite, le porteur ne saurait arguer que l'échange de titres lui est préjudiciable puisqu'il n'est, en aucun cas, contraint d'adopter cette dernière solution.

Tout se ramène donc à savoir si, en cas de silence du contrat, un débiteur a le droit de rembourser à tout instant son créancier. Nous estimons qu'en pareille matière les principes du droit privé sont applicables de préférence à ceux du droit public, et cela dans l'intérêt même du crédit de l'Etat. Or lorsqu'il s'agit d'une dette constituée en rente perpétuelle — et c'est le cas de toute notre dette de guerre — la solution n'est pas douteuse, une telle rente étant, aux termes de l'article 1.911 du Code Civil, « essentiellement rachetable ».

Dans son rapport sur le projet de loi relatif à la con-

version du 4 1/2 % en 3 1/2 % (conversion Burdeau), M. R. Poincaré présentait en faveur de cette opération l'argumentation suivante, très voisine de celle qui vient d'être exposée :

« L'Etat n'est pas tenu de payer à ses créanciers un revenu de faveur. Il est, comme tout emprunteur, libre de se racheter de sa dette. Pour que ce rachat soit légitime, il suffit que l'Etat n'impose pas d'office aux rentiers une réduction d'intérêts et qu'en cas de refus, il soit prêt à leur rembourser le capital. Ainsi comprise, une conversion n'est que l'exercice d'un droit que le Code Civil reconnaît à tous les particuliers. »

Lorsqu'il s'agit d'une dette constituée en rente amortissable — c'est, nous le verrons, le cas d'une bonne partie de notre dette d'après-guerre — la question n'ayant pas été tranchée par la loi, est beaucoup plus controversée et la solution doit être cherchée à la lumière des principes généraux du droit.

La dette amortissable étant une dette remboursable dans un certain délai prévu au contrat, il s'agit de savoir si l'Etat débiteur peut réduire ce délai en offrant un remboursement anticipé. La question ainsi posée revient à déterminer en faveur de qui est stipulé le terme dans le contrat d'amortissement. Est-il stipulé en faveur du débiteur ? Alors celui-ci pourra à tout instant offrir le rachat sans que le créancier puisse s'y opposer et le remboursement anticipé est légitime.

Est-il stipulé *aussi* en faveur du créancier ⁽⁴⁾ ? Alors l'offre de remboursement du débiteur ne pourra être effectuée qu'avec le consentement du créancier, ce qui signifie pratiquement que la conversion n'est pas, dès lors, légitimement possible, l'unanimité des porteurs ne pouvant être réalisée sur ce point.

La solution donnée par notre législation est indiquée dans le Code Civil (art. 1.187) :

« Le terme est toujours présumé stipulé en faveur du débiteur, à moins qu'il ne résulte de la stipulation, ou des circonstances, qu'il a été *aussi* convenu en faveur du créancier. »

Dans le cas qui nous occupe, il semble bien que la clause d'amortissement soit une « stipulation » au sens de l'art. 1.187 ; elle est établie à la fois dans l'intérêt du débiteur et dans celui du créancier : dans l'intérêt du débiteur, qui dispose d'un certain temps pour se libérer de sa dette ; dans l'intérêt du créancier, qui a droit, pendant toute la période d'amortissement, à l'intérêt convenu pour son placement. Par conséquent lorsqu'il s'agit d'une dette amortissable, la conversion n'est pas légitime, à moins qu'elle n'ait été prévue au contrat.

C'est dans ce sens qu'est fixée la majorité de la doctrine française ⁽⁵⁾. La jurisprudence de nos tribu-

(4) On ne conçoit pas que le terme puisse être stipulé exclusivement en faveur du créancier, car il est de par sa nature même une modalité favorable au débiteur ; tout au plus peut-il être stipulé à la fois en faveur du débiteur et du créancier ; c'est ce qu'indique nettement l'article 1.187 du Code Civil.

(5) En ce sens voir notamment ALLIX, JÈZE. *Contra*, POLITIS.

naux est également hostile à la convertibilité d'une dette amortissable en cas de silence du contrat d'emprunt (Arrêt de la Cour de Cassation du 21 avril 1896, S. 1897-1-481).

Mais si dans ce cas particulier la conversion ne saurait être légitime, il n'en reste pas moins vrai que dans tous les autres cas — et c'est la très grande majorité — la conversion est une opération juridiquement inattaquable, à l'inverse de la réduction forcée du taux de l'intérêt.

Ayant ainsi exposé l'étude juridique de la conversion, nous nous attacherons maintenant à examiner le côté pratique de la question : nous étudierons successivement les conditions de possibilité et les conditions de succès de la conversion.

Pour qu'une conversion soit possible, deux conditions essentielles doivent être remplies. En premier lieu, le taux de rendement ⁽⁶⁾ des fonds publics

(6) Par taux de rendement d'un emprunt, nous entendons le produit annuel net — c'est-à-dire, s'il y a lieu, déduction faite des impôts et compte tenu de la prime de remboursement — d'un capital de 100 francs investi dans cet emprunt. Ainsi, supposons que le 3 1/2 % amortissable cote 98 francs, un capital de 100 francs

$$\text{placé en 1932 dans cet emprunt rapportera : } \frac{100 \times 3,5 \text{ fr.}}{98} = 16 \%$$

d'impôts + la prime de remboursement calculée au moment de l'achat soit : 3,57 fr. — 0,57 fr. + 0,36 fr. = 3,36 fr. Le rendement du 3 1/2 % amortissable est de 3,36 %.

Pour être rigoureusement exact, il faudrait tenir compte de l'amortissement des frais d'acquisition (impôt et courtage) de la rente achetée. En fait, un tel amortissement suppose connue d'avance la durée du placement, ce qui n'est pas le cas général. Dans la pratique, on incorpore purement et simplement au cours d'achat les frais d'acquisition, ce qui revient à amortir ceux-ci en un an.

doit avoir suffisamment baissé depuis l'émission de ceux-ci, de façon que la réduction des arrérages proposée aux porteurs apparaisse non pas comme une mesure arbitraire, mais bien comme une mesure conforme à l'état du marché des rentes. Si cette condition est réalisée, l'Etat qui propose la conversion agit exactement comme un banquier qui, devant la baisse du loyer de l'argent sur le marché des capitaux, se voit contraint de réduire le taux de l'intérêt qu'il sert à ses déposants. De leur côté, les rentiers n'accepteront les titres nouveaux à intérêt réduit que s'ils ont conscience de ne pouvoir obtenir un meilleur rendement de leurs capitaux, à sécurité égale ; sinon ils demanderont le remboursement de leurs rentes, de la même façon que, dans l'exemple cité plus haut, les clients du banquier retireront leurs dépôts s'ils estiment que le taux réduit de l'intérêt qui leur est servi est insuffisant.

Ainsi le taux de rendement des rentes devra avoir fléchi préalablement à toute conversion. Or pour que ce taux fléchisse, il faut de toute évidence que le cours des rentes s'élève, ce qui signifie soit une amélioration du crédit de l'Etat, soit un afflux sur le marché de capitaux disponibles. Lorsque l'une de ces éventualités se réalisera, les possibilités de conversion seront accrues. Mais à quel moment pourra-t-on dire : la conversion est possible ? Ou, si l'on préfère, pour en revenir à la notion de rendement, à quel signe pourra-t-on reconnaître que le rendement d'un fonds public a

fléchi suffisamment pour permettre de réaliser sa conversion ? Il existe à cet égard un critérium très simple : le cours de la rente à convertir a-t-il dépassé le pair ou, en d'autres termes, le rendement de la rente est-il inférieur à son taux d'intérêt nominal ? La conversion est alors possible, puisque l'Etat pourra offrir de nouveaux titres d'un taux d'intérêt plus réduit que précédemment, mais dont le rendement sera encore supérieur au rendement actuel de l'emprunt à convertir ; de ce fait, le titre nouveau sera toujours attrayant, facilitant ainsi la réussite de la conversion ; bien plus, les capitaux en quête d'emploi pourront être placés en fonds d'Etat à des conditions plus favorables que s'il n'y avait pas eu conversion ; il est même curieux de noter que la conversion a pour résultat de favoriser les nouveaux porteurs de rentes au moment même où l'on demande un sacrifice aux anciens porteurs ; toutefois, dans une conversion bien conçue, on s'efforce de compenser ce sacrifice par l'octroi de certains avantages de nature variée : reprise des anciens titres à un prix supérieur à leur cours en bourse, etc... ; mais l'avantage le plus fréquent consistera à faire bénéficier les porteurs d'une clause d'inconvertibilité qui les mettra à l'abri d'une nouvelle conversion pendant un certain laps de temps, leur assurant ainsi un revenu stable. Cette clause est particulièrement appréciée des porteurs et elle contribue dans bien des cas à assurer le succès de l'opération.

La conversion apparaît ainsi comme une solution

transactionnelle qui ménage à la fois les intérêts de l'Etat, ceux des anciens porteurs et ceux des possesseurs de capitaux à investir : si elle atténue le bénéfice que l'Etat serait en droit d'attendre de la baisse du taux de l'intérêt, elle amoindrit par là-même la perte des anciens porteurs et favorise les nouveaux souscripteurs.

En résumé, la première condition de possibilité de toute conversion peut être énoncée de la façon suivante : *l'emprunt à convertir doit avoir dépassé le pair.*

Supposons cette première condition réalisée ; l'Etat ne pourra raisonnablement mettre les porteurs en demeure de choisir entre le remboursement en espèces et la souscription de nouveaux titres que si le Trésor public dispose de fonds suffisants pour faire face aux demandes de remboursement des porteurs qui optent pour cette solution. L'importance de la « masse de manœuvre » nécessaire à cet effet a varié suivant les époques et les conditions auxquelles ont été faites les conversions. On remarque d'une façon générale que les demandes de remboursement sont relativement assez élevées lorsque les conversions ont lieu pendant les périodes de prospérité économique, les emplois de capitaux étant alors particulièrement aisés. Au contraire, en cas de dépression, les demandes de remboursement sont assez réduites ; seuls y ont recours ceux qui désirent se procurer des disponibilités à tout prix. Pour nous limiter à des exemples d'opérations surve-

nues à des époques assez rapprochées l'une de l'autre, nous citerons la conversion Bineau qui, effectuée en 1852 au milieu d'une crise économique, réussit pleinement (2 % de remboursements) et la conversion Fould qui, faite dix ans plus tard en période de prospérité, ne donna pas les résultats attendus malgré les gros sacrifices consentis par l'Etat en faveur des porteurs. A l'étranger, on cite un cas en Belgique où l'unanimité des porteurs de rentes a accepté la mesure (7). En Angleterre, le chiffre des remboursements, par rapport au capital engagé, a été de :

1,8 % en 1822 ;

1,7 % en 1830 ;

0,5 % en 1844 (8).

A l'heure actuelle, on estime généralement qu'avec des disponibilités s'élevant à 10 % du capital des rentes à convertir, on aurait une marge de sécurité suffisante pour entreprendre les conversions. Cette proportion a pu paraître un peu faible à certains; en fait, elle semble acceptable si l'on songe à la difficulté de emploi résultant du ralentissement économique actuel ; d'autre part, il ne faut pas oublier qu'une portion notable des rentes à convertir est détenue par diverses entités publiques. Cette partie de la dette sera nécessairement convertie, de sorte que la proportion de 10 % indiquée plus haut paraît suffisante.

(7) LABEYRIE. — *Théorie et histoire des conversions de rentes*, p. 494, Guillaumin et Cie, Paris, 1878.

(8) *Ibid.*

Ainsi, pour être réalisable, la conversion suppose remplie une autre condition : *les disponibilités de la trésorerie devront permettre de faire face aux demandes éventuelles de remboursement.*

Les conditions de possibilité de la conversion étant examinées, il nous reste à étudier les conditions de réussite de l'opération. Parmi ces dernières, les unes sont d'ordre général et extrinsèques à la mesure prise, les autres, au contraire, sont propres au cas particulier envisagé. Nous les examinerons successivement.

La réussite de la conversion suppose, en premier lieu, que cette dernière soit effectuée dans une atmosphère — les Allemands disent une conjoncture — favorable. Nous entendons par là une réunion de circonstances politiques, économiques, financières et sociales telles que la situation générale internationale puisse être qualifiée de satisfaisante. Cet état se rencontre très rarement en fait et nous devons nous contenter d'une condition beaucoup plus modeste, mais en revanche plus réalisable : l'absence de tout élément de trouble ou de crainte dans le pays où la conversion a lieu.

Mais il ne suffit pas que la conversion soit effectuée dans un concours de circonstances favorables ou plus exactement dans l'absence de circonstance nettement défavorable ; il faut en outre qu'elle réunisse à son tour certaines conditions intrinsèques.

En premier lieu, *la conversion devra éviter d'apporter un trouble sur le marché de l'argent* : certes,

l'énorme mouvement de capitaux inhérent à toute conversion ne peut manquer de provoquer certaines réactions, mais il importe de les contenir dans des limites aussi étroites que possible. Dans ce sens on aura intérêt à opérer les conversions par paliers, ainsi qu'on l'a d'ailleurs déjà effectué avec succès en France : le passage brusque du taux d'intérêt de 6 % à 4 % (taux primitivement envisagé) devra être évité : une ou même plusieurs étapes intermédiaires échelonnées judicieusement permettront au marché des rentes et au marché des capitaux de s'adapter sans heurt à la réduction de taux résultant des conversions. Cette progression méthodique aura en outre l'avantage d'éviter tout vaste mouvement des capitaux flottants internationaux qui refluent sans cesse d'une place à l'autre dès que se trouvent modifiées certaines conditions monétaires (taux de l'escompte, cours du change, taux de rendement des placements de premier ordre, etc...). Enfin, du point de vue social, pour éviter une diminution trop brutale du revenu des petits rentiers, il importe également de procéder par étapes.

En second lieu, *la conversion devra être obligatoire et non facultative*. Mais ces termes ont besoin d'être précisés. Par obligatoire, nous entendons une conversion dans laquelle les porteurs sont mis dans la nécessité non pas de recevoir des titres à intérêt réduit, mais d'opter entre cette solution et le remboursement de leur capital, sans qu'ils puissent se réclamer du *statu quo* en ne prenant pas parti. Serait, au contraire,

facultative une conversion dans laquelle cette solution serait admise. L'expérience montre qu'en règle générale, les conversions facultatives ne réussissent pas, trop de porteurs, soit par ignorance, soit par calcul, s'abstenant alors de prendre parti.

Enfin, troisième condition, *la conversion, pour réussir, doit être simple* ; si ses modalités sont complexes, si les avantages de l'opération ne ressortent pas clairement, les porteurs demanderont la solution qui leur paraîtra la plus naturelle, c'est-à-dire le remboursement de leur capital. On devra donc éviter les conversions avec soulte, les conversions au-dessous du pair, pour s'en tenir à la simple conversion au pair, qui a d'ailleurs été de beaucoup l'opération la plus couramment pratiquée, tant en France qu'à l'étranger.

En résumé, la conversion est une opération en soi absolument légitime ; elle est, de plus, moyennant certaines précautions, tout à fait réalisable lorsque l'amélioration conjuguée du crédit de l'Etat et du marché financier coïncide avec une conjoncture satisfaisante.

CHAPITRE II

Les rentes à convertir

Par rentes françaises de guerre et d'après-guerre nous entendons tous les emprunts, perpétuels, à long ou à moyen terme, émis, soit directement par l'Etat français, soit avec sa garantie, pour faire face aux besoins financiers résultant des hostilités, quelle que soit par ailleurs la forme de ces emprunts (rentes perpétuelles, rentes amortissables, emprunts gagés par des annuités de l'Etat, obligations du Crédit National, etc...).

Pour l'étude de leur convertibilité, nous classerons ces fonds en trois grandes catégories :

- 1° les rentes proprement dites (perpétuelles ou amortissables),
- 2° les bons et obligations,
- 3° les emprunts gagés par des annuités de l'Etat.

1. — Les rentes proprement dites

Elles comprennent les rentes de guerre et les rentes d'après-guerre.

LES RENTES DE GUERRE.

Au nombre de trois, elles présentent le caractère commun d'être perpétuelles ; ce sont :

— la rente 5 % 1915-1916 (capital en circulation au 31 mars 1931 : 16.320,6 millions de francs) ;

— la rente 4 % 1917 (capital en circulation au 31 mars 1931 : 8.988,9 millions de francs) ;

— la rente 4 % 1918 (capital en circulation au 31 mars 1931 : 19.712,0 millions de francs).

Ces trois emprunts sont sensiblement au pair depuis plusieurs années, mais seul le 5 % 1915-1916 est actuellement susceptible de conversion : il est en effet remboursable au pair depuis le 1^{er} janvier 1931. Les rentes 4 % 1917 et 1918 ne sont, elles, remboursables au pair qu'à partir des 1^{er} janvier 1943 et 1944 respectivement. Elles restent donc provisoirement en dehors du débat sur les conversions. D'ailleurs, à supposer qu'elles soient légalement convertibles dès aujourd'hui, l'état actuel du marché des rentes ne permet pas de tenter une opération sur ces fonds.

C'est pour les emprunts de guerre — en fait pour

l'emprunt 1915-1916 — que la conversion paraît avoir soulevé le plus d'objections. Nous allons étudier ici les principales de celles-ci, nous réservant de reprendre ultérieurement ⁽¹⁾ les objections communes à tous les emprunts.

L'emprunt de 1915-1916 a été souscrit en francs non dépréciés et souvent même il a été souscrit en pièces d'or. Par suite de la dévalorisation du franc consacrée par la loi du 25 juin 1928, le revenu des porteurs a été amputé des 4/5 environ de sa valeur primitive. Il paraît donc excessif de la part de l'Etat de réclamer un nouveau sacrifice à ces mêmes porteurs sous forme d'une conversion qui aurait pour résultat de diminuer encore leur revenu déjà si fortement réduit.

Cet argument n'a de valeur qu'autant qu'il s'applique aux souscripteurs eux-mêmes ou à leurs ayants-cause ; en fait il faut bien reconnaître qu'un grand nombre des détenteurs actuels des titres ne sont pas des souscripteurs originaires, par suite de l'énorme déplacement des fortunes causé par la guerre et l'après-guerre. A ces détenteurs que nous appellerons, d'un terme emprunté à l'allemand, les porteurs de nouvelle possession, la conversion devrait s'appliquer sans obstacle. Les autres, au contraire, pourraient bénéficier d'un traitement de faveur.

Mais comment distinguer les porteurs anciens et

(1) Chapitres IV, V et VI.

nouveaux ? On pourrait, à l'imitation de ce qui a été réalisé à l'étranger et notamment en Allemagne, décider que seront seuls réputés d'ancienne possession les porteurs ayant justifié de la possession ininterrompue des titres à partir d'une certaine date, soit le jour de la cessation des hostilités, soit même le jour de la souscription. En fait, cette distinction n'est pas absolument exempte d'arbitraire et son application se heurterait à de grosses difficultés : en particulier, il y aurait lieu de craindre maintes fraudes ; par contre, certains porteurs pourraient être dans l'impossibilité de bénéficier des avantages prévus par la loi faute d'avoir conservé par devers eux les moyens de preuve requis pour justifier de leur qualité d'anciens possesseurs (bordereaux d'achat, etc...).

A supposer que l'on arrive à discerner les porteurs d'ancienne possession, on ne voit pas très bien quelles sortes d'avantages pourraient leur être consentis par la loi de conversion. Nous écartons tout d'abord l'hypothèse d'une conversion facultative, car nous avons vu que les opérations de cette nature réussissent rarement. On ne pourrait davantage songer à faire bénéficier les anciens porteurs d'une indemnisation en espèces, celle-ci, pour être de quelque utilité, risquant fort d'absorber complètement le bénéfice résultant de la conversion.

D'une manière générale, le seul fait qu'une catégorie déterminée de porteurs serait mieux traitée que les autres, rendrait la conversion plus difficile à admet-

tre par l'opinion publique, car en définitive, ce ne sont pas seulement certains porteurs qui ont souffert de l'inflation, mais bien tous les Français, dans la mesure où ils possédaient des créances libellées en francs. Ainsi la question de la revalorisation des rentes soulèverait celle de toutes les créances antérieures à la stabilisation du franc. Or cette question a été nettement posée au cours des débats qui précédèrent le vote de la loi monétaire du 25 juin 1928 : la revalorisation des créances contractées en francs non dépréciés a été écartée ; le Gouvernement a estimé, non sans raison, que les avantages résultant d'une revalorisation des créances seraient bien inférieurs aux inconvénients économiques et sociaux inhérents à une telle opération.

On voit ainsi quelques-unes des graves difficultés que fait naître à l'intérieur du pays la conversion des emprunts de guerre ; mais dans les rapports de la France avec l'étranger, des problèmes non moins délicats sont soulevés par cette opération : nous entendons par là le cas des tranches anglaises des emprunts de guerre.

On sait qu'une partie des rentes françaises de guerre a été émise sur le marché britannique par l'intermédiaire de la place de Londres. Ces rentes étaient libellées en francs français : elles ont donc subi le sort de cette monnaie et leurs coupons se sont trouvés très dépréciés par suite de l'inflation. Quand tout espoir de revalorisation fut perdu à la suite de la loi monétaire de 1928, les porteurs britanniques cherchèrent à

obtenir que l'on effectuât le service de la tranche anglaise sur la base du franc de Germinal. Le Gouvernement britannique, prenant fait et cause pour ses nationaux, eut à ce sujet un échange de notes avec le Gouvernement français (juillet 1930-janvier 1931). Mais celui-ci refusa d'accéder aux demandes anglaises ainsi que de soumettre le conflit à un arbitrage. Toutefois il n'est pas impossible d'admettre qu'il ait pris à ce moment vis-à-vis des porteurs anglais l'engagement tacite de ne pas effectuer la conversion des rentes émises en Grande-Bretagne pendant la guerre. Un passage de la réponse française à la seconde note britannique ⁽²⁾ fait allusion à la situation des porteurs anglais et, sans prononcer le mot de conversion, semble impliquer que le Gouvernement français ne fera rien pour aggraver le sort des porteurs. Voici ce passage :

§ 7. — Le Gouvernement de la République n'a pas besoin d'insister sur le fait qu'il regrette les pertes subies par ceux des porteurs britanniques qui ont, dès l'origine, souscrit aux emprunts français sans aucune idée de spéculation. *Il a toutefois conscience de n'en être en aucune façon responsable.* Cet état de choses, dont souffrent les porteurs français comme les porteurs britanniques, *est dû à des causes générales de-*

(2) Cette note soulevait implicitement la question des conversions : au § 4 le Gouvernement britannique demandait, en effet, au Gouvernement français d'accepter la nomination d'un arbitre « à une date très rapprochée pour que la décision de l'arbitre puisse être annoncée avant la date à laquelle les obligations en question (les rentes 1915) sont remboursables ».

vant lesquelles la nation française tout entière, et bien contre son gré, a dû accepter en définitive de s'incliner.

(Réponse du Gouvernement français (17 janvier 1931) à la note britannique du 24 décembre 1930) ⁽³⁾.

On voit ainsi quelques-unes des difficultés, réelles certes, mais pas insurmontables, que soulève la conversion de la rente 5 % 1915-1916. Il semble bien, dans l'état actuel de l'opinion, que la question n'est pas tout à fait mûre : les bouleversements économiques et moraux qu'entraîna avec elle la dernière guerre sont encore trop près de nous pour que l'on tente dès maintenant la conversion des rentes de guerre. Plus tard, lorsque, selon l'expression employée par Gambetta dans des circonstances analogues, « un certain laps de temps matériel et moral se sera écoulé », on pourra reprendre cette question.

LES RENTES D'APRÈS-GUERRE.

De 1920 à 1928, on ne compte pas moins de cinq émissions effectuées par l'Etat sous forme de rente convertible ⁽⁴⁾.

Ce sont les emprunts suivants :

(3) Citée par le *Temps* du 4 février 1931.

(4) Abstraction faite de l'emprunt 8 % 1920 (emprunt Morgan) de \$ 100 millions émis aux Etats-Unis et remboursé par anticipation en 1928 au moyen de l'emprunt 5 % Kreuger. Ce dernier emprunt a été lui-même remboursé en 1930.

Capital en circulation
au 31 mars 1931
(en millions de francs)

5 % 1920.....	10.894,2
6 % 1920.....	25.654,3
4 % 1925.....	5.838,7
6 % 1927.....	17.787,4
5 % 1928.....	18.577,5

Tous ces emprunts sont actuellement convertibles ou sur le point de l'être, ainsi que le montre le tableau ci-dessous :

Désignation des emprunts	Date de convertibilité	Prix de remboursement %
5 % 1920....	à toute époque	150
6 % 1920....	1 ^{er} janvier 1931	100
4 % 1925....	à toute époque	102,50 ⁽⁵⁾
6 % 1927....	1 ^{er} mai 1931	101,65 ⁽⁶⁾
5 % 1928....	10 mai 1932	100

(5) Soit 50 fois le montant du dernier coupon semestriel (2 fr. 05 %). Celui-ci est calculé de la façon suivante : on prend la moyenne des premiers cours quotidiens cotés à la Bourse de Paris sur la livre sterling, du 19 août au 19 février, s'il s'agit du coupon de mars, du 19 février au 19 août s'il s'agit du coupon de septembre. Si cette moyenne est inférieure ou égale à 95 francs, le coupon est fixé à 2 francs. Si elle est supérieure à 95 francs, le coupon est majoré proportionnellement à la plus-value constatée. Avant l'abandon par l'Angleterre de l'étalon-or le coupon semestriel était fixé depuis la stabilisation du franc à 2 fr. 60 ; le prix de remboursement correspondait alors à 130 francs.

(6) Le pair plus la portion acquise de la prime de remboursement. Celle-ci s'élevait à 1 fr. 65 le 1^{er} mai 1931. Voir *infra* comment est effectué le calcul de cette prime.

La rente d'après-guerre dont la conversion paraît la plus aisée est incontestablement *l'emprunt 6 % 1927*. Du fait qu'il a été contracté en francs dépréciés, il résulte que la question de revalorisation ne se pose pas pour lui. De plus, son taux nominal élevé rend sa disparition de la cote particulièrement souhaitable pour le crédit de l'Etat.

Une disposition des clauses de convertibilité a soulevé une légère difficulté que nous signalons ici : il s'agit du prix de remboursement de l'emprunt en cas d'amortissement anticipé.

L'article 3 du décret fixant les conditions d'émission (7) prévoyait pour l'Etat la faculté de rembourser les rentes 6 % 1927 par anticipation à toute époque à partir du 1^{er} mai 1931 « à un prix égal à leur valeur nominale majorée de la portion acquise de la prime de remboursement ». L'emprunt étant remboursable normalement en 50 ans à 150 %, il semble à première vue que la « portion acquise de la prime de remboursement » doive s'élever à 1 franc par année écoulée depuis le début de l'amortissement, en d'autres termes que cette prime est proportionnelle à la période d'amortissement écoulée. Cette solution n'a pas été adoptée. En effet, dans une réponse à une question écrite de M. de Gramont-Lesparre, député, le Ministre des Finances donne les précisions suivantes :

(7) Décret en date du 2 avril 1927 (*Journal Officiel* du 3 avril 1927).

« Le prix du remboursement anticipé des rentes doit être fixé — compte tenu du régime normal de l'emprunt (taux d'intérêt, durée de l'emprunt, amortissement semestriel avec prime entière) — au montant de la créance exigible au jour du remboursement anticipé et équivalente à la créance à terme représentée par les titres en circulation. En conséquence, la valeur de remboursement anticipé des titres dont il s'agit, à une date donnée, sera fixée au quotient, par le nombre de titres en circulation, des valeurs actuelles des semestrialités destinées au service de l'emprunt et restant à échoir à cette date. Les valeurs actuelles des semestrialités au jour du remboursement anticipé, seront évaluées au taux semestriel réel de 3,351 % auquel serait ressorti le taux de placement dans l'hypothèse où l'emprunt aurait été émis au pair. Ainsi, au 1^{er} mai 1931, la valeur de remboursement des rentes 6 % 1927 aurait été de 101 fr. 65 pour 100 francs de capital nominal, faisant ressortir à 1,65 % du nominal la portion acquise de la prime de remboursement. »

On voit que le prix de remboursement est basé sur la valeur actuelle théorique des titres. Cette solution est plus défavorable au porteur que celle qui a été exposée plus haut.

L'emprunt 4 % 1925 paraît également très susceptible d'être converti. Cet emprunt, en effet, a eu longtemps un taux réel annuel de 5,20 % net : son coupon semestriel calculé d'après le cours de la livre sterling

a été, nous l'avons vu, fixé à 2,60 % pendant toute la période comprise entre la stabilisation du franc et l'abandon par l'Angleterre de l'étalon-or. Depuis ce dernier événement l'emprunt a cessé de rapporter un revenu fixe, par suite des oscillations de la livre sterling. Ceci entraîne un double inconvénient : en premier lieu l'emprunt étant à intérêt variable, a revêtu un caractère spéculatif que ne devrait jamais avoir un fonds d'Etat français ; en second lieu, le prix de remboursement du capital qui s'élève à 50 fois le montant du coupon, est actuellement instable.

On a bien essayé de soutenir que l'emprunt était un emprunt-or, que, par conséquent, la baisse de la livre devait être sans influence sur le taux du coupon et sur le prix de remboursement du capital. En réalité rien n'autorise une semblable interprétation ; sans doute, au moment où l'emprunt a été contracté, une dépréciation de la livre semblait hors de question, mais il n'en reste pas moins vrai que le sort de l'emprunt est lié à celui de la livre ; jamais il n'a été question d'emprunt-or, ni dans les travaux préparatoires, ni dans la loi d'autorisation de l'emprunt, ni dans le décret fixant les conditions d'émission ; le prospectus d'émission ne contient lui non plus aucune clause-or.

Mais ce n'est pas seulement par son instabilité que le 4 % 1925 est nuisible au crédit de l'Etat : la seule présence de la mention « emprunt à garantie de change » nous rappelle les mauvais jours de 1925 et ce

motif devrait suffire à hâter la disparition de cet emprunt.

Enfin une dernière raison milite en faveur d'une conversion prompte de ce fonds : il est le seul de nos emprunts à jouir d'une immunité fiscale complète, même en ce qui concerne l'impôt général sur le revenu. Cette immunité paraît avoir donné lieu à des abus, car elle constitue une fissure dans notre système fiscal et tout contrôle sérieux des déclarations est malaisé, la plupart des titres étant au porteur.

Il paraît intéressant de convertir *l'emprunt 6 % 1920* à deux titres : en premier lieu, en raison de son taux nominal d'intérêt élevé, il est un des emprunts sur lesquels l'économie budgétaire à réaliser est proportionnellement la plus élevée ; en second lieu, par son volume même il arrive en tête de nos fonds d'Etat : son capital en circulation au 31 mars 1931 ne représente pas moins du neuvième du total de notre dette publique consolidée. Mais, en raison même de son volume, il ne serait pas prudent de procéder à la conversion de cet emprunt sans prendre de grosses précautions, car un échec pourrait avoir de lourdes conséquences pour le crédit même de l'Etat. D'autre part, la conversion de cet emprunt soulève une difficulté que nous avons déjà rencontrée pour les emprunts de guerre : la question de la revalorisation. Mais ici il faut reconnaître que les arguments que l'on peut invoquer sont beaucoup moins probants. En effet, alors

qu'en 1915, le rentier qui souscrivait aux emprunts d'Etat pouvait ignorer le risque de dépréciation monétaire qu'il courait et par suite invoquer en sa faveur la théorie de l'imprévision, il n'en est plus de même du souscripteur de 1920 : dès cette époque, la solidarité ne jouant plus entre les Alliés, le franc se trouvait abandonné à son propre sort et l'inflation fiduciaire avait déjà exercé ses ravages : les francs souscrits étaient des francs dépréciés ; sans doute cette dépréciation devait s'accroître encore par la suite, mais le fait qu'elle existait déjà à l'époque de la souscription enlève beaucoup de leur force aux arguments en faveur d'une revalorisation : en somme, le rentier a couru un risque ; il a perdu, mais il pouvait gagner ; c'est ce qui aurait eu lieu si le franc s'était apprécié ; au reste, les conditions très onéreuses de l'emprunt pouvaient être considérées dans une certaine mesure comme une prime d'assurance contre une dépréciation monétaire ultérieure.

L'emprunt 5 % 1920 n'est pas susceptible de conversion à l'heure présente, étant donné qu'il ne peut être remboursé qu'à raison de 150 % de sa valeur nominale ; or son cours actuel est notablement inférieur à ce prix. Il semble bien que la question de la conversion de cet emprunt ne se posera pas avant de longues années.

L'emprunt 5 % 1928 ne présente aucune particularité spéciale en ce qui concerne sa convertibilité.

2. — Les bons et obligations

Tous les emprunts émis sous cette forme sont du type amortissable. Ils comprennent :

- a) les bons du Trésor,
- b) les obligations du Trésor,
- c) les emprunts de diverses entités publiques (P. T. T., Caisse d'amortissement, Crédit National).

a) LES BONS DU TRÉSOR.

Il existe actuellement en circulation trois catégories de bons du Trésor :

Capital en circulation
au 31 mars 1931
(en millions de francs)

— les bons décennaux 5 % 1924..	4.540
— les bons décennaux 7 % 1926..	947
— les bons à quinze ans 7 % 1927.	3.072

Aucune stipulation de convertibilité n'est prévue pour les deux premières catégories d'emprunts ; pour celles-ci une conversion n'offrirait plus, aujourd'hui, qu'un intérêt limité étant donné le peu de temps qui leur reste à courir.

Les bons 7 % 1927 sont convertibles à dater du 1^{er} février 1932 à raison de 100 % de leur valeur nomi-

nale, plus la portion courue de la prime de remboursement, prime qui s'élève à 10 % ; la portion courue de cette prime doit être calculée, semble-t-il, de la même façon que celle de l'emprunt 6 % 1927 (Voir *supra*).

b) LES OBLIGATIONS DU TRÉSOR.

Parmi les obligations émises par le Trésor, nous laisserons de côté les obligations décennales 1922-1932, en raison même de la proximité de leur échéance. De même les obligations sexennales remises aux sinistrés à partir de 1925, sont à trop court terme pour être susceptibles de conversion. Enfin les obligations du Trésor 4 1/2 % et 4 % remises aux sinistrés au cours de ces dernières années (loi du 31 décembre 1929, décrets des 18 janvier et 25 février 1930), ne paraissent pas susceptibles de conversion à l'heure actuelle, en raison de leur faible taux d'intérêt.

Restent donc les obligations suivantes:

Capital en circulation
au 31 mars 1931
(en millions de francs)

Obligations 6 % 1927.....	4.578,4
Titres de dommages de guerre amortissables en 15 ans....	764,0

Les obligations 6 % 1927 sont convertibles depuis le 10 juillet 1931 au pair.

Les titres de dommages de guerre sont convertibles au pair à toute époque.

c) LES EMPRUNTS ÉMIS PAR DIVERSES ENTITÉS PUBLIQUES (P. T. T., Caisse d'amortissement, Crédit National).

L'Administration autonome des *Postes, Télégraphes et Téléphones* a émis les emprunts suivants :

Capital en circulation au 31 mars 1931 (en millions de francs)	
5 % 1928	2.100,0 env.
4 1/2 % 1929	550,9

Ces deux emprunts sont convertibles au pair respectivement à partir des 25 juin 1932 et 15 mai 1933.

La *Caisse d'amortissement* a une dette obligataire constituée par un emprunt 4 1/2 % 1929, convertible au pair le 1^{er} avril 1934 (Capital en circulation au 31 mars 1931: 7.440,9 millions de francs).

Le *Crédit National* a effectué de nombreuses émissions dont nous donnons ci-dessous les principales caractéristiques :

Désignation des emprunts	Date de convertibilité	Prix de remboursement %
Obligations 5 % 1919.	1 ^{er} janvier 1940	120
Obligations 5 % 1920.	1 ^{er} janvier 1940	100
Bons 6 % 1921	pas de clause de convertibilité	»
Bons 6 % 1922	1 ^{er} juillet 1934	103
Bons 6 % 1923 (janvier)	1 ^{er} février 1933 ⁽⁸⁾	100
Bons 6 % 1923 (juin) . .	15 octobre 1933 ⁽⁸⁾	100
Obligations 6 % 1924.	1 ^{er} janvier 1934	100
	plus la prime corres- pondant à l'année de remboursement ⁽⁹⁾ .	

Le capital en circulation de l'ensemble de ces emprunts s'élevait à 14.351,2 millions de francs au 31 mars 1931.

3. — Les emprunts gagés par des annuités de l'Etat

De nombreuses émissions ont été effectuées sous cette forme pour le compte d'entités sinistrées (Départements, Villes, Groupements d'industries, Coopératives de reconstruction et même Sociétés privées).

(8) Cet emprunt est convertible par tranches de 500 millions de francs.

(9) Cette prime est déterminée par un barème ; elle s'élève progressivement de 2 % en 1924 à 20 % en 1973, date extrême de remboursement.

Ces émissions comportent une stipulation de convertibilité à l'exception des emprunts suivants :

Département de l'Aisne 7 % 1926 et 7 % 1927.

Département du Nord 6 % 1921 et 6 % 1923.

Il semble donc, d'après la théorie exposée au chapitre 1^{er}, que ces emprunts ne soient pas convertibles.

D'autre part il peut y avoir doute au sujet de la convertibilité des emprunts suivants :

Département du Nord 7 % janvier et septembre 1926 et 7 % janvier 1927.

Département du Pas-de-Calais 7 % 1926 et 7 % 1927.

Ces emprunts, en effet, ne contiennent aucune clause de convertibilité, ni dans le décret d'autorisation, ni dans le prospectus d'émission. Cependant l'article 8 des statuts de la Société Civile des Porteurs de Bons stipule : « Le Comité..... peut décider en cas de remboursement anticipé les modifications à apporter au tableau d'amortissement pour le remboursement des bons non amortis ». Il résulte de cet article que l'hypothèse de conversion n'est pas exclue. Mais quelle valeur donner à un texte qui n'est, après tout, qu'accessoire au contrat d'emprunt et qui semble une transposition maladroite d'une formule toute faite dans un cas pour lequel elle n'était pas prévue ? Jusqu'ici, la question n'a fait l'objet d'aucun litige, à notre connaissance ; elle reste donc entière.

Tous les emprunts autres que les neuf émissions énumérées ci-dessus sont convertibles.

En résumé, une très grosse partie de notre dette de

guerre et d'après-guerre est constituée par des emprunts convertibles à plus ou moins brève échéance. Ce fait montre bien que, au moment même où il empruntait, l'Etat avait conscience que les taux élevés alors pratiqués étaient anormaux et par suite appelés à disparaître prochainement.

On trouvera à la page suivante un tableau récapitulatif des fonds d'Etat français susceptibles de conversion avant le 1^{er} janvier 1933.

Désignation des rentes	Capital en circula- tion au 31 mars 1931 (en millions de francs)	Date de convertibilité	Prix de remboursement en francs %
<i>Rente de guerre</i>			
5 % 1915-1916.....	16.320,6	1 ^{er} janvier 1931	100 »
<i>Rentes d'après guerre</i>			
6 % 1920.....	25.654,3	1 ^{er} janvier 1931	100 »
4 % 1925.....	5.838,7	à toute époque	102 50 (50 fois le dernier coupon semestriel)
6 % 1927.....	17.787,4	1 ^{er} mai 1931	101 65 (10) (100 frs plus la portion courue de la prime de remboursement)
5 % 1928.....	18.577,5	10 mai 1932	100 »
<i>Bons du Trésor</i>			
7 % 1927.....	3.072,0	1 ^{er} février 1932	100 » plus la portion courue de la prime de remboursement (10 %)
<i>Obligations du Trésor:</i>			
6 % 1927.....	4.578,4	10 juillet 1931	100 »
Titres de dommages de guerre amor- tissables en 15 ans.....	764,0	à toute époque	100 »
<i>Obligations des P.-T.-T. .</i>			
5 % 1928.....	2.100 (11)	25 juin 1932	100 »
<i>Emprunts gagés par des annuités de l'Etat</i>			
Tous les emprunts de cette caté- gorie émis avant la loi de stabilisa- tion (25 juin 1928) sont convertibles au plus tard le 1 ^{er} janvier 1933 à l'exception des emprunts suivants :			
Département de l'Aisne			
7 % 1926 et 7 % 1927	(pas de	variable	
Département du Nord	clause de	suiant	100 »
6 % 1921 et 6 % 1923	conver-	l'emprunt	
et :	tibilité)	émis	
Département du Nord			
7 % 1926 (émissions			
de janvier et septem-	(conver-		
bre) et 7 % janvier	tibilité		
1927	douteuse)		
Département du Pas-de-			
Calais 7 % 1926 et			
7 % 1927.....			
TOTAL (chiffres arrondis).....	101.200,0		

(10) Au 1^{er} mai 1931.

(11) Chiffre approximatif. La dette de l'Administration des P.-T.-T. au 31 mars 1931 n'est pas publiée, les budgets des P.-T.-T. coïncidant avec l'année civile.

(12) Evaluation.

CHAPITRE III

Nécessité des conversions

Il peut sembler superflu, au premier abord, de plaider la nécessité des conversions : n'est-il pas évident qu'un Etat doit, de même qu'une Société bien gérée, réduire les charges de sa dette toutes les fois que l'opération est légitimement possible ? Mais, si l'on songe que de nombreuses occasions de convertir se sont présentées depuis plus d'un an sans qu'elles aient été mises à profit, on conviendra aisément que l'utilité et *a fortiori* la nécessité même de l'opération ont échappé à bien des esprits, d'où la raison d'être de l'exposé qui va suivre.

Nous nous proposerons d'abord de mettre en relief l'intérêt que présentent les conversions pour l'Etat et même, aussi paradoxal que cela paraisse, pour le rentier ; nous examinerons ensuite si, dans l'état actuel de nos finances, les conversions s'imposent ou non à bref délai.

Le premier avantage, l'avantage immédiat que l'Etat espère tirer d'une conversion est l'économie résultant

de l'allègement du service de sa dette, par suite de la diminution du taux de l'intérêt. Dans un pays comme le nôtre, où les arrérages de la Dette publique constituent la charge principale du budget, cet allègement pourra représenter une annuité considérable bien qu'assez difficile à évaluer. Essayons néanmoins d'effectuer cette évaluation.

Supposons qu'un emprunt de 6 % soit converti intégralement en une rente 4 %, l'économie annuelle brute pour l'Etat représente 2 % du capital nominal de l'emprunt ou encore le tiers des intérêts primitivement inscrits au budget. Mais ce résultat n'est atteint que dans l'hypothèse où la totalité de l'emprunt 6 % a été présentée à la conversion; en réalité, on rencontrera toujours des porteurs qui préféreront le remboursement de leur capital à l'échange contre de nouveaux titres à intérêts réduits; l'économie de 2 % ne portera alors que sur la partie de l'emprunt qui sera effectivement convertie. Pour le reste, l'opération se traduira pour l'Etat par un rachat de titres qui pourra être assimilé à un amortissement extraordinaire; celui-ci ne procurera une économie à l'Etat que dans la mesure où les capitaux employés au remboursement auront pu être obtenus à un taux moins onéreux que celui de l'emprunt remboursé. Ce simple exposé montre déjà combien il est difficile d'évaluer l'économie résultant d'une conversion, car il est évident qu'on ne peut, d'une part, déterminer à l'avance quelle proportion de l'emprunt sera convertie et quelle

autre sera échangée; d'autre part, la détermination du taux de revient des capitaux affectés au remboursement est fort délicate.

Mais d'autres facteurs rendent encore plus incertaine l'évaluation des économies résultant des conversions. D'abord certains frais de l'opération, tels que le remboursement des petites coupures, ne peuvent être connus d'avance avec une approximation suffisante; ce facteur, à la vérité, ne paraît pas très important.

Beaucoup plus grave est le fait que l'un des éléments essentiels du calcul reste indéterminé jusqu'au moment même de l'opération: nous entendons par là le taux réel auquel sera émise la nouvelle rente. Sur ce taux réel, on ne peut qu'émettre des hypothèses basées sur l'état actuel du marché des fonds publics français. On se bornera, en pratique, à calculer l'économie résultant de la conversion à différents taux : 4, 4 1/2, 5 %.

Enfin, une nouvelle difficulté d'évaluation résulte du fait que le budget n'indique plus, depuis l'exercice 1931-32, les crédits ouverts pour le service de chaque catégorie de rente perpétuelle, mais seulement les crédits affectés au service de l'ensemble des rentes perpétuelles, d'où une source d'erreurs possibles (1),

(1) M. de Chappedelaine explique ce changement de présentation par le désir d'éviter des spéculations sur telle ou telle rente, suivant l'importance des sommes qui auraient été affectées à son amortissement (*Rapport sur le budget général de l'exercice 1931-1932*, p. 90).

la charge de la dette devant être évaluée à l'aide d'une situation de dette déjà ancienne.

Les difficultés d'évaluation que nous venons d'énumérer expliquent dès lors pourquoi les chiffres donnés par divers auteurs présentent d'assez grands écarts.

L'économie nette qui résulterait de la conversion varie, en effet, selon les estimations, de 1.100 à 1.500 millions pour le taux de 4 1/2 % qui paraît actuellement le plus conforme à l'état du marché des rentes. Après étude des différents éléments de chaque estimation, nous pensons que le chiffre de 1.100 millions est le plus près de la vraisemblance au cas où la conversion viendrait à être réalisée immédiatement.

Ainsi l'opération présente un intérêt budgétaire incontestable.

Mais ce n'est pas seulement par l'économie directe qu'elle procure au budget de l'Etat — cette économie dût-elle s'élever à plus d'un milliard par an — que la conversion est une opération avantageuse pour les finances publiques. Des arguments d'ordre économique viennent s'ajouter aux considérations budgétaires exposées ci-dessus.

Tout d'abord, les conversions ayant pour effet de diminuer le taux de l'intérêt des rentes de l'Etat exercent une influence directe sur le marché des capitaux à la façon d'un abaissement du taux de l'escompte par l'institut d'émission. C'est dire que le commerce et l'industrie sont les bénéficiaires immédiats de toute opération de conversion ayant quelque envergure et

cela de deux manières: d'abord par le fait même de la diminution du taux de l'intérêt qui réagit sur le taux de capitalisation des emprunts et d'une façon générale sur la rémunération des appels au crédit sous ses diverses formes (avances sur titres, crédits bancaires, etc...); ensuite par le fait que les placements de fonds d'Etat étant moins rémunérés exercent une attraction plus faible sur l'épargne ; celle-ci pourra ainsi se porter en plus grande quantité vers les placements industriels ou commerciaux. Nous n'avons pas besoin d'insister sur chacun de ces deux points: il saute aux yeux qu'un Etat a le plus grand intérêt à ce que les capitaux qui circulent sur son territoire soient aussi bon marché que possible.

En second lieu, les conversions exercent un effet bienfaisant à l'égard des finances publiques elles-mêmes: en effet, il importe hautement à l'Etat, dès que son crédit s'améliore, de rendre visible à tous cette amélioration, de la matérialiser en quelque sorte. Pour cela, le moyen le plus efficace consiste à supprimer de la cote les emprunts dont le taux nominal révèle un crédit obéré (emprunts 6 %, bons du Trésor 7 %, emprunt à garantie de change, etc...); comme on ne peut songer à rembourser ces emprunts en raison de l'importance du capital restant en circulation, il ne reste d'autre solution que la conversion. Celle-ci permettra en outre de réduire à quelques types pourvus d'un large marché les rentes inscrites à la cote du terme qui sont encore trop nombreuses. Cette double

opération de sélection et de simplification de la cote permettra d'assurer une recrudescence d'activité au marché des rentes qui paraît souffrir actuellement d'un trop grand éparpillement.

Enfin, aux raisons d'ordre budgétaire et économique viennent s'ajouter des raisons d'ordre politique qui rendent peut-être plus nécessaire encore la réalisation des conversions, chaque fois que celle-ci est possible. Un Etat, en effet, connaît toujours, au cours de son histoire, des périodes difficiles caractérisées par de grands besoins de capitaux. Si, pendant les périodes de prospérité, il a su réduire au minimum la charge de sa dette en convertissant impitoyablement les emprunts contractés à des taux onéreux, il se sera ainsi ménagé un vaste potentiel de crédit qu'il pourra utiliser pendant les périodes critiques. Tout autre est, par contre, la situation d'un Etat qui n'aurait pas suivi la même politique de conversion: s'il aborde une crise avec une dette contractée à un taux élevé, il ne pourra se procurer des capitaux frais qu'au prix de lourds sacrifices: très rapidement il sera obligé de contracter des emprunts à des taux de plus en plus usuraire; chacune de ces opérations, loin de consolider son crédit, l'amointrira en attirant l'attention des capitalistes sur les conditions anormales d'emprunt auxquelles il devra recourir; bientôt il se trouvera en présence d'une situation inextricable; il ne pourra plus emprunter, tout en ayant, plus que jamais, besoin de nouveaux capitaux. Les exemples sont, à

l'heure actuelle, trop nombreux, d'Etats qui se trouvent dans cette situation, pour qu'il soit permis de méconnaître l'importance d'une bonne politique de conversion, complément indispensable de toute saine politique d'amortissement.

Ainsi la conversion paraît une opération avantageuse au plus haut point pour le crédit de l'Etat. Cette idée a d'ailleurs été fréquemment développée et elle n'est plus sérieusement contestée à l'heure actuelle. Mais si l'on admet que la conversion est favorable aux finances publiques, on est tout naturellement porté à croire qu'elle est désastreuse pour les porteurs. Nous allons nous efforcer de démontrer qu'il n'en est pas nécessairement ainsi.

La conversion ménage, en effet, par certains côtés, les intérêts du porteur. Remarquons d'abord que les avantages tirés par l'Etat de la conversion profitent indirectement, mais d'une manière certaine, à ses créanciers: tout ce qui contribue à raffermir le crédit public est évidemment favorable aux porteurs de rente. Mais à côté de cet effet d'ordre général, la conversion agit directement et d'une manière beaucoup plus efficace sur la créance même des porteurs en la valorisant: certes, il faut reconnaître que l'opération réduit le taux de l'intérêt servi; mais s'ensuit-il de là que la valeur de la créance est diminuée? Nullement, car la conversion n'est généralement pas accordée sans contrepartie. La plus fréquente et aussi la plus appréciée des porteurs est, nous l'avons vu, la promesse de

l'inconvertibilité de la rente pendant un certain temps et, pour reconnaître pleinement la valeur de cette promesse, il faut se rappeler que la conversion intervient dans une période de baisse du taux de l'intérêt. D'autre part, l'opération, une fois réalisée, permet, au cours des rentes à faible taux nominal — telles actuellement les 3 % — de s'élever rapidement jusqu'au voisinage du pair, car elle constitue une consécration officielle de l'abaissement des taux de capitalisation. Les porteurs auront ainsi la possibilité, par des arbitrages judicieux, de regagner largement la diminution d'intérêt qui leur est infligée.

Ainsi la conversion, loin d'opposer les intérêts de l'Etat débiteur à ceux du porteur, les associe et produit des effets heureux pour les deux parties.

Le principe des conversions étant admis, reste à trancher la question beaucoup plus délicate de l'opportunité de l'opération. Un fait domine actuellement la situation et confère un caractère d'urgence aux conversions: l'existence d'un déficit budgétaire depuis la fin de l'exercice 1929; ce déficit sans cesse grandissant paraît devoir s'accroître encore au cours de l'exercice 1932 par suite du développement de la crise économique qui tarit les principales ressources de revenus fiscaux et accroît certaines dépenses (outillage national, secours aux chômeurs, etc...).

En présence d'un tel état de choses, le devoir de tout gouvernement est évidemment de réaliser toutes les économies possibles. Or, le chapitre du service de

la dette publique est, en raison même de son développement, celui sur lequel peuvent être effectuées les compressions les plus larges. Ces compressions peuvent atteindre soit les amortissements, soit les intérêts de la dette. En ce qui concerne les amortissements, on peut affirmer que le nécessaire a déjà été fait; peut-être même a-t-on été trop loin dans cette voie: en transférant à la Caisse Autonome une partie des amortissements contractuels, le Gouvernement a, en effet, dénaturé le caractère de cette institution. Restent donc les intérêts de la dette sur lesquels l'effort de compression a été véritablement négligeable. Jusqu'à une date récente, cette situation pouvait s'expliquer par le fait que la plupart des emprunts à intérêt élevé contractés pendant et depuis la guerre se trouvaient encore inconvertibles. A l'heure actuelle, cet obstacle a disparu et les conversions paraissent donc s'imposer. Bien plus même en admettant que ces dernières soient pratiquées dans les conditions les plus favorables, elles ne suffiront pas à faire disparaître le déficit actuel.

On peut donc affirmer, dans les circonstances présentes, que la nécessité de l'opération est absolue.

CHAPITRE IV

Les obstacles aux conversions

a) L'obstacle social

Nous avons vu dans le chapitre précédent que les conversions présentaient pour l'Etat un caractère de nécessité et même, en présence du déficit budgétaire croissant, un caractère d'urgente nécessité. On est donc conduit tout naturellement à se demander pourquoi aucune opération de quelque envergure n'a été entreprise jusqu'ici dans ce domaine.

Indépendamment de certaines difficultés particulières à tel ou tel emprunt, difficultés que nous avons étudiées en même temps que nous énumérons les emprunts à convertir ⁽¹⁾, trois gros obstacles s'opposent à la réalisation des conversions: l'un, d'un caractère social, le second, d'aspect technique, et le dernier, purement politique. L'étude de chacun de ceux-ci constituera un chapitre distinct.

(1) Voir chapitre II.

L'obstacle que nous étudierons tout d'abord frappe immédiatement l'attention en raison de sa gravité, puisqu'il est d'ordre social, certains même disent d'ordre moral. Examinons comment il est présenté à l'heure actuelle par les détracteurs des conversions.

Convertir la dette, affirment ces opposants, équivaut à pénaliser les épargnants; or, il importe au plus haut point, pour un Etat, de favoriser dans toutes les classes sociales le développement de l'esprit d'épargne. C'est cet esprit à base de renoncement et de prévoyance qui fait la force d'un pays et surtout d'un pays comme la France où la fortune est très divisée. Or, qu'advient-il si l'on réalise les conversions? Du jour au lendemain, toute une classe sociale, déjà ruinée par l'inflation, verra ses revenus amputés d'une fraction considérable pouvant atteindre jusqu'à un tiers, dans l'hypothèse d'une conversion de la rente 6 % en 4 %. De plus — et c'est ce qui rend intolérable l'opération envisagée, — alors que l'inflation était une mesure imposée par les circonstances, un véritable cas de force majeure, les conversions, au contraire, se présentent actuellement comme un acte essentiellement volontaire et facultatif de la part de l'Etat. Ce n'est qu'en cas de péril grave pour les finances publiques qu'elles pourraient être admises et encore conviendrait-il d'être très prudent dans leur application.

Quant au crédit de l'Etat, poursuivent les adversaires des conversions, loin d'être atteint par l'absence de conversion, il est, au contraire, affermi par ce qui

n'est que le respect scrupuleux des engagements contractés. Il n'est, en effet, que trop facile pour un Etat de conclure, pendant une période troublée, des emprunts à des taux usuraires, quitte à déclarer, une fois la crise passée, qu'il ne paiera plus qu'une partie des intérêts promis sous peine de remboursement immédiat. Enfin, n'est-il pas permis de penser que les gouvernants seraient plus ménagers des deniers de l'Etat s'ils savaient que la charge de la dette publique ne pourrait être susceptible de s'atténuer dans l'avenir?

Les objections que nous venons d'énumérer ci-dessus furent exprimées avec quelques variantes lorsque les conversions parurent imminentes, en mai 1931. A cette époque, une manifestation groupant les membres de différentes associations d'épargnants et de la Fédération nationale des contribuables, eut lieu à Paris, sous la présidence de M. Louis Marin. Un ordre du jour, voté à l'unanimité, précisait les revendications des épargnants. Ceux-ci,

« Proclament qu'en droit et en équité, les conver-
« sions, actuellement à l'étude, ne peuvent avoir qu'un
« objet légitime, c'est d'unifier la dette publique
« française en assurant à tous ses porteurs, créanciers
« de l'Etat, un taux de revenu égal pour tous et pro-
« portionnel à la valeur réelle du service rendu à la
« collectivité, c'est-à-dire à la valeur-or à l'émission
« de chaque emprunt public.

« Affirment que cette unification de la dette publique peut être réalisée sans aucune dérogation aux engagements antérieurs de l'Etat et sans aucune atteinte aux allègements que les contribuables attendent des conversions.

« Et s'engagent à refuser leur vote, lors des prochaines élections législatives, à tous les candidats qui ne reconnaîtront pas les droits que les épargnants revendiquent par le présent ordre du jour. »

Peu de temps après cette manifestation, M. Louis Marin déposait une proposition de loi tendant :

1° A la réévaluation des fonds publics émis avant le 1^{er} janvier 1920;

2° Au rajustement de leurs intérêts ou arrérages;

3° A l'adoption d'un plan de conversions échelonnées ayant pour but d'établir le crédit de l'Etat sur une base inébranlable par l'unification en six ans, de 1932 à 1938, de la Dette publique intérieure (2).

Cette proposition paraît avoir été retirée par son auteur, car elle n'a pas paru, à notre connaissance dans les documents parlementaires de la Chambre; en tous cas, elle n'a jamais fait l'objet d'une discussion publique.

Un peu plus tard, en décembre 1931, l'Association des porteurs de rentes françaises, réunie en assemblée générale, formulait des revendications analogues. Son ordre du jour était ainsi conçu :

(2) D'après le journal *Le Temps*, du 25 juin 1931.

« Considérant que tous les postes de dépenses du budget ont été valorisés sur la base du cours de stabilisation du franc, à l'exception des postes correspondant au service de la Dette inscrite, elle (l'Association) demande que dans tout projet de conversion des rentes sur l'Etat, l'économie résultant des dites conversions soit employée, dans la plus grande mesure possible, à indemniser les porteurs d'origine, Français, particuliers ou personnes morales poursuivant un but d'assistance, de bienfaisance ou de recherches scientifiques, et charge, en conséquence, son bureau de poursuivre auprès des pouvoirs publics toutes démarches propres à faire triompher ce point de vue. »

Les citations de ce genre, que l'on pourrait multiplier, suffisent à montrer l'état d'esprit des petits rentiers.

Examinons si les arguments mis en avant par ces derniers sont justifiés.

Constatons tout d'abord que les partisans des petits porteurs ne contestent nullement la légitimité de l'opération. Celle-ci paraît, en effet, hors de question à l'heure actuelle pour tous les emprunts portant une clause de convertibilité.

Mais allons plus loin: convertir la dette n'est nullement, comme on l'a prétendu, pénaliser les épargnants: c'est leur faire application pure et simple d'une clause prévue au contrat d'emprunt et librement acceptée par eux.

Certes, il est exact que l'inflation a cruellement amoindri le patrimoine des rentiers, mais ce fait est absolument étranger aux conversions : il ne saurait donc porter atteinte à leur légitimité. S'ensuit-il de là que le Gouvernement devra, lorsqu'il procédera à cette mesure, faire abstraction de la situation parfois pénible de certains épargnants ? Nullement. Mais il importe, en cette matière, de ne pas se laisser aller à des généralisations hâtives et à des applications inopportunes de formules insuffisamment étudiées.

Or, quels remèdes proposent les défenseurs des rentiers ? Si l'on se reporte à l'ordre du jour voté par les associations d'épargnants on aperçoit immédiatement l'incohérence du texte : on ne peut en effet « unifier la dette publique française en assurant à tous ses porteurs un taux de revenu égal pour tous et proportionnel à la valeur du service rendu à la collectivité », sans bouleverser les contrats d'emprunt et par là même le crédit de l'Etat ; d'autre part, à supposer qu'on réalise cette unification sans léser les droits des porteurs, c'est-à-dire sur la base du plus haut taux d'emprunt exprimé en valeur-or, le service de la dette devra être triplé ou quadruplé : dès lors pourquoi affirmer que l'opération se fera « sans aucune atteinte aux allègements que les contribuables attendent des conversions » ?

La proposition de loi de M. Louis Marin paraît inspirée d'idées voisines ; malheureusement, ainsi que

nous l'avons déjà dit, il nous a été impossible de retrouver ce texte, ce qui nous interdit toute critique à son sujet.

Mais il ne suffit pas de critiquer les mesures préconisées pour venir en aide aux petits rentiers. Encore faut-il mettre en évidence, en s'inspirant des discussions et des travaux parlementaires qui eurent lieu récemment sur ce sujet, quelques principes qui paraissent devoir s'imposer au Gouvernement dans l'éventualité d'une conversion prochaine.

Pour réparer les dommages causés aux rentiers par l'inflation, deux conceptions sont possibles: soit une indemnisation réelle, c'est-à-dire effectuée à raison même de la possession du titre de rente, soit une indemnisation à la personne. La première solution est plus simple et plus facile à appliquer en raison même de son caractère impersonnel. Mais elle a été écartée jusqu'ici, car elle nécessiterait des dépenses beaucoup trop considérables. En outre, loin d'atténuer les injustices causées, elle risque d'en créer de nouvelles, car elle ne permettrait pas de tenir compte de la situation sociale du porteur, élément qui nous paraît pourtant essentiel.

Reste donc l'indemnisation à la personne. Celle-ci est, reconnaissons-le, infiniment plus délicate à appliquer: la solution la plus simple est l'échange à un taux de faveur des rentes anciennes contre des rentes viagères; elle sera accompagnée de plusieurs modalités

qui devront être soigneusement étudiées pour écarter tout arbitraire d'une part, et pour donner à la mesure son maximum d'efficacité.

Ces modalités peuvent se résumer ainsi : une condition d'âge, une condition de fortune, une condition de possession continue du titre à partir d'une certaine date.

En ce qui concerne l'âge, on peut admettre comme raisonnable la limite de 60 ans, à partir de laquelle le rentier pourra demander à bénéficier des mesures de faveur prévues.

La seconde condition a été indiquée dans certaines propositions de loi : il était prévu que les mesures envisagées devaient bénéficier aux seuls rentiers non inscrits au rôle de l'impôt général sur le revenu.

Enfin, la condition de possession continue du titre s'explique par le désir d'éliminer les spéculateurs qui, loin de souffrir de la dépréciation des titres, auraient mis à profit cette dépréciation pour acquérir des rentes à des conditions particulièrement avantageuses.

Avec cette triple restriction, on limiterait les mesures à un petit nombre de bénéficiaires et les répercussions sur le budget pourraient être insignifiantes, à condition que l'avantage consenti aux porteurs ne soit pas exagéré : une prime de 20 % du montant nominal des rentes a été parfois mis en avant. Ce chiffre ne paraît pas excessif.

Mais quelle que soit la méthode que l'on adopte, l'indemnisation des petits rentiers soulève une grave objection: elle risque de rouvrir le débat sur la revalorisation des créances d'avant-guerre, débat qui avait été clos par la loi de stabilisation.

CHAPITRE V

Les obstacles aux conversions *(suite)*

b) L'obstacle technique

Dès le début de cette étude, nous avons constaté qu'une des conditions indispensables à la réalisation de toute conversion était un abaissement du taux de l'intérêt. C'est cet abaissement qui permet la réussite de la conversion, car s'il n'existait pas, il est bien évident que les rentiers préféreraient le remboursement de leur capital à une diminution, si minime fût-elle, de leurs revenus ; d'autre part, l'efficacité des conversions se mesure au degré d'abaissement du taux de l'intérêt.

Or, le taux d'intérêt de l'argent est soumis à des fluctuations incessantes; celles-ci apparaissent nettement dès que l'on consulte le cours des rentes pendant une période tant soit peu étendue. A cet égard, la situation des fonds français a, depuis plus d'un an, évolué défavorablement: alors qu'au début de l'année 1931 le taux de capitalisation des rentes était inférieur à

4 %, il n'a cessé de croître, depuis cette époque, à de rares exceptions. Actuellement, il s'établit aux environs de 4,5 % (1).

Ce mouvement du taux est d'autant plus grave qu'il s'est produit malgré les interventions de la Caisse Autonome d'amortissement et ceci nous amène à étudier la politique de la Caisse et son attitude vis-à-vis des conversions.

Depuis sa création, la Caisse Autonome d'amortissement a poursuivi un double but : consolider la Dette flottante, réduire les charges de l'ensemble de la Dette. Le premier de ces buts, après avoir été prépondérant au cours des années qui ont suivi la crise de 1926, est passé au second plan depuis 1930, date à partir de laquelle l'aménagement des échéances des Bons de la Défense Nationale peut être considéré comme achevé. Par contre, la réduction des charges de la Dette a pris, au cours de ces dernières années, une importance de plus en plus grande. A l'heure actuelle, elle est devenue le souci principal de la Caisse Autonome.

Afin de réaliser cette politique d'allègement, la Caisse a pratiqué des achats massifs de fonds publics ;

(1) Le taux réel de capitalisation des rentes est donné avec le maximum de précision par le taux de rendement du fonds coté au-dessous du pair et le plus voisin de celui-ci. En effet, les fonds cotant au-dessus du pair ont leur cours déprimé et maintenu au voisinage immédiat du pair, les capitalistes redoutant une conversion : leur rendement est donc artificiellement augmenté ; les fonds cotant très au-dessous du pair ont leur cours gonflé par les perspectives d'une plus-value sur le capital : leur rendement est donc diminué.

ces achats devaient, en provoquant une hausse du cours des rentes, faire diminuer leur taux de capitalisation, ce qui, dans la pensée des dirigeants de la Caisse, aurait permis de réaliser les conversions dès 1931, date de convertibilité de certains grands emprunts de guerre et d'après guerre.

Mais en 1931, bien que toutes les conditions techniques fussent réalisées, le Gouvernement n'osa cependant entreprendre les conversions. Il a sans doute craint de n'être pas suivi par une Chambre que la proximité des élections en pleine crise économique rendait inquiète. Bien plus, loin d'alléger la tâche de la Caisse Autonome par la voie des conversions, le Gouvernement avait demandé à celle-ci, dès septembre 1930, d'assumer l'amortissement contractuel de la dette inscrit jusqu'alors dans le budget de l'Etat. La Caisse Autonome n'avait accepté cette charge nouvelle que sur la promesse formelle du Gouvernement de réaliser les conversions dès que celle-ci seraient légalement et techniquement possibles. Un échange de lettres eut lieu à ce sujet entre le Ministre des Finances et le Conseil d'administration de la Caisse.

Voici en quels termes le Conseil d'administration de la Caisse Autonome apportait son adhésion au principe de la prise en charge de l'amortissement contractuel :

« La politique (de la Caisse), conforme à celle de tous les Gouvernements qui se sont succédé depuis sa constitution, et à celle dont vous vous faites l'inter-

prête dans les communications que vous nous avez adressées, a tendu constamment à la préparation des conversions de rentes.

Tout retard dans la réalisation de ces opérations risquerait d'apporter un trouble profond dans l'aménagement des ressources de la Caisse et de compromettre définitivement le succès des dites opérations.

C'est pourquoi nous estimons, comme vous, qu'elles devront être accomplies dès qu'elles seront devenues légales et que les conditions techniques de leur exécution seront réalisées.

En cas contraire, nous aurions à examiner de nouveau la situation et nos accords, la Caisse ne pouvant alors s'engager à supporter dans leur intégralité les charges prévues dans le tableau annexé à la convention. »

Ce texte, daté du 12 septembre 1930, auquel le Ministre des Finances, donna son approbation le jour même fit naître des objections à la Commission des Finances de la Chambre. Celle-ci redoutait en effet qu'un lien étroit ne fut ainsi établi entre les conversions et le transfert à la Caisse Autonome de l'amortissement contractuel. Par suite l'équilibre du budget pouvait être mis en question par la Caisse si les conversions n'étaient pas exécutées dès qu'elles étaient possibles. D'autre part, la Commission craignait que l'adhésion du Gouvernement au texte de la Caisse ne comportât en quelque sorte l'engagement anticipé d'effectuer les conversions. Or, le Parlement n'avait

pas été saisi de cette question et la Commission entendait sauvegarder les droits de l'Assemblée.

Un accord intervint entre le Gouvernement et la Commission. Celle-ci prit acte de la déclaration suivante rédigée par le Ministre des Finances, en accord avec le Ministre du Budget et les dirigeants de la Caisse Autonome :

« Il n'a jamais été dans l'esprit des signataires de la convention que l'opération du transfert de l'amortissement contractuel à la Caisse Autonome fût liée à celle des conversions en ce qui concerne le projet de budget dont la Commission des Finances est actuellement saisie. »

Ainsi, grâce à cette transaction, les conversions, pendant l'exercice 1931-1932, avaient un caractère facultatif au regard du Gouvernement. Celui-ci était libre de présenter ou d'ajourner jusqu'au 1^{er} avril 1932 toute mesure de conversion; à partir de cette date, il était moralement ⁽²⁾ contraint de présenter un projet de conversion, à moins que les conditions techniques ne fussent défavorables.

Mais tout récemment, la Caisse Autonome a consenti à proroger jusqu'au début de l'exercice 1933 la convention du 12 septembre 1930; ainsi les amortissements contractuels du budget pour l'exercice, réduit à neuf mois, de 1932 seront encore transférés à la

(2) Il serait intéressant d'étudier les sanctions de la convention du 12 septembre 1930; étant donné la composition de la Caisse Autonome d'amortissement, ces sanctions nous paraissent être surtout d'ordre moral.

Caisse Autonome. Cette mesure s'imposait à cause de l'accentuation du déficit budgétaire à la suite de la crise économique; elle n'a pas soulevé de difficultés politiques jusqu'ici.

L'attitude de la Caisse Autonome étant ainsi fixée, pour quelques mois tout au moins, reste à examiner si l'état du marché des rentes permet de réaliser une opération de conversion de quelque envergure.

Il y a seulement un an, la question aurait paru pour le moins inutile, mais il n'en est plus de même actuellement, les événements survenus au cours de l'année 1931 ayant entraîné un changement notable dans notre situation financière.

Les conversions se heurtent à deux difficultés récentes, d'ordre purement financier: la hausse du taux de l'intérêt, la diminution de l'encaisse du Trésor.

La hausse du taux de l'intérêt de nos fonds publics remonte à quelques mois à peine: jusqu'en septembre dernier, en effet, sous l'action des achats répétés des Caisses publiques et principalement de la Caisse Autonome ⁽³⁾, les rentes françaises avaient vu leurs cours s'élever et, par conséquent, leur rendement diminuer. Au contraire, depuis cette date le mouvement inverse s'est développé, bien que l'intervention des Caisses publiques n'ait pas cessé. Ce changement est dû à des causes bien connues: besoins de trésorerie des entreprises et des particuliers frappés par la crise écono-

(3) En 1929 et 1930, les achats de la Caisse Autonome se sont élevés à 9.328 millions de francs (Rapport Baréty sur le budget du Ministère des Finances pour l'exercice 1932).

mique (4), diminution des rachats de la Caisse Autonome, du fait de l'affectation d'une partie de ses ressources à l'amortissement contractuel assuré jusqu'à par le budget, thésaurisation du public inquiet des événements extérieurs (défaillance allemande, chute de la livre, etc...).

Le changement survenu dans la tenue de nos rentes a pour résultat d'atténuer l'économie attendue des conversions: alors que l'on pouvait, en avril 1931, envisager raisonnablement le taux de 4 % pour la dette nouvelle, actuellement il paraît impossible de descendre au-dessous de 4 1/2 %. La baisse du cours des rentes paraît, pour le moment, enrayée; mais si elle venait à reprendre, il n'est pas douteux que la possibilité même de réaliser les conversions se trouverait gravement affectée.

Très inquiétante également pour l'avenir des conversions est la diminution accentuée de l'encaisse du Trésor. On sait que celle-ci est essentiellement constituée par le compte courant de l'Etat à la Banque de France. Or, ce dernier, qui s'élevait encore à plus de 4.044 millions au début de 1931, n'a cessé de décroître jusqu'au 19 février 1932, date à laquelle il était réduit à 19 millions environ. Toutefois, depuis cette époque, il paraît en voie d'accroissement, mais il est loin d'atteindre le montant jugé nécessaire pour parer

(4) Les réalisations causées par les besoins de trésorerie ont porté surtout sur les rentes du fait de la dépréciation accentuée des valeurs à revenu variable et de l'étroitesse du marché des obligations industrielles.

aux demandes de remboursement éventuelles. Au cas où les conversions seraient effectuées avec le concours de la Caisse Autonome, la situation serait évidemment plus favorable, puisque le compte courant de la Caisse Autonome auprès de la Banque de France s'élève encore à plusieurs milliards. Mais il ne faut pas oublier que les ressources de la Caisse vont être mises fortement à contribution au cours de l'exercice 1932 à la suite de la prorogation de la convention du 12 septembre 1930. Une diminution prochaine du compte courant de la Caisse Autonome est donc certaine.

Ainsi, l'état du marché des rentes et la situation de notre Trésorerie devront présenter des signes très nets d'amélioration préalablement à tout projet de conversion de vaste envergure.

CHAPITRE VI

Les obstacles aux conversions *(suite)*

c) L'obstacle politique

Lorsque l'on se reporte aux débats parlementaires qui ont eu lieu au sujet de la conversion, on constate qu'avant même de statuer sur le principe de l'opération, partisans et adversaires du Gouvernement s'étaient déjà affrontés sur un autre terrain: il s'agissait de savoir si une loi était nécessaire pour effectuer les conversions ou si, au contraire, un décret suffisait en pareille matière.

En faveur de la conversion par simple décret, le Gouvernement faisait valoir certains avantages d'ordre théorique et pratique; on pouvait, en effet, soutenir que la conversion ne comportant pour le contribuable aucune charge nouvelle et ayant même pour effet de diminuer les charges existantes, une loi n'était nullement nécessaire; on faisait remarquer qu'à l'étranger et notamment en Angleterre, pays d'origine de la conversion, cette opération était considérée comme

ayant un caractère purement administratif ⁽¹⁾; on invoquait encore la nécessité d'agir très rapidement et dans le plus grand secret pour éviter toute spéculation boursière; or, la procédure parlementaire, avec ses débats prolongés, ses amendements et ses surprises, semblait peu propre à remplir ces conditions.

Enfin, on faisait valoir un argument de texte: on invoquait en faveur de la conversion par décret l'article 13 de la loi du 7 août 1926 instituant la Caisse d'amortissement; or, cette loi qui, notons-le en passant, est une loi constitutionnelle, dispose que « le Ministre des Finances est autorisé à procéder à des opérations, facultatives pour les porteurs, de conversion de la dette intérieure du Trésor et du Crédit National ». Cette disposition de la loi n'est pas restée sans application: en 1927 et 1929, des opérations de consolidation de notre dette flottante ont été effectuées par le Ministre des Finances, sans le concours du Parlement.

Les arguments en faveur de l'intervention du législateur ne sont pas moins probants. Tout d'abord on invoque en ce sens la tradition historique: il est de fait que les conversions qui se sont succédé en France depuis 1825 ont été effectuées par voie législative, à la seule exception de la conversion Bineau de 1852 ordonnée par décret-loi. En second lieu, on fait observer que toute conversion impliquant la création d'une dette nouvelle, donc d'une charge nouvelle pour le

(1) Cf. RAPHAËL-GEORGES LÉVY, *Les conversions de rentes*, p. 46, Paris, 1886.

contribuable, ne saurait avoir lieu sans que les Chambres soient consultées; sans doute il peut arriver — et c'est un des buts de la conversion — que l'opération ait pour résultat final une diminution du service de la dette; mais ce résultat n'en est pas moins obtenu au moyen de la création d'une dette nouvelle; donc l'intervention du législateur est indispensable.

D'autre part, la procédure parlementaire peut fort bien, si l'on prend certaines précautions, s'accommoder d'un débat rapide et discret: il suffit pour cela que les Assemblées s'imposent la discipline nécessaire pour voter le projet de loi en discutant sans désespérer et avec toute la concision nécessaire. Les Assemblées ont d'ailleurs donné dans le passé la preuve qu'elles étaient parfaitement capables de s'imposer une telle discipline. Les dernières conversions ont été présentées, discutées et votées dans un minimum de temps, ainsi qu'on peut le voir d'après le tableau suivant:

	Date de dépôt du projet de loi	Date de vote du projet de loi	Date de promul- gation de la loi
Conversion de 1887.....	25 octobre	Chambre, 3 novembre. Sénat, 7 novembre.	8 novembre
Conversion de 1894.....	15 janvier	Chambre, 16 janvier. Sénat, 17 janvier.	18 janvier
Conversion de 1902.....	8 juillet	Chambre, 8 juillet. Sénat, 9 juillet.	10 juillet

Le règlement actuel des Chambres permet d'aboutir dans le minimum de délai en suivant la procédure dite d'extrême urgence.

En dernier lieu, l'argument de texte mis en avant par les partisans de la conversion par décret ne semble pas avoir grande valeur: en effet, l'article 13 de la loi de 1926 a une portée tout à fait limitée: il ne concerne que les conversions *facultatives*. Or, il est hors de toute discussion que les conversions envisagées devront, pour avoir quelque chance de succès, être obligatoires et non facultatives. Nous avons déjà vu en effet qu'une conversion facultative est extrêmement aléatoire. Mais allons plus loin: il ne manque pas de textes soumettant toute conversion à une autorisation législative préalable.

Citons dans ce sens:

— le décret du 31 mai 1862 (art. 196), qui décide qu'aucune inscription pour création de rente ne peut avoir lieu qu'en vertu d'une loi;

— la loi du 31 décembre 1921 (art. 81), qui dispose qu'aucun « emprunt de l'Etat ne peut être contracté, sous quelque forme que ce soit, qu'en vertu d'une loi ».

On voit ainsi que les arguments et les textes mis en avant par les partisans d'une conversion par la voie législative paraissent l'emporter sur ceux de leurs adversaires.

Tout le débat que nous venons d'exposer ici s'est concrétisé à la Chambre dans une courte intervention de M. Léon Meyer en novembre 1930. Le député du Havre ayant déposé une demande d'interpellation sur les intentions du Gouvernement au sujet de la conversion des rentes d'Etat, le Président du Conseil,

M. Tardieu, donna l'assurance « qu'il ne se ferait pas de conversion sans que la Chambre ait été en mesure et en temps utile d'exprimer son opinion », et M. Meyer retira purement et simplement sa demande d'interpellation.

Ainsi, du fait de l'attitude conciliante du Gouvernement, les débats sur l'autorité compétente pour statuer sur les conversions se réduisent à bien peu de chose.

Au contraire, l'aspect social du problème des conversions donna lieu à des interventions parlementaires nombreuses et d'autant plus pressantes que la date des élections approchait.

Une première mesure en faveur des petits rentiers a été préconisée dès la fin de 1928 par M. Palmade, député. Il n'était pas question, à cette époque, de venir en aide aux porteurs en vue de réaliser des conversions; il s'agissait simplement d'atténuer, pour ces derniers, les conséquences résultant de la récente stabilisation du franc. M. Palmade avait alors demandé la transformation des rentes d'avant guerre détenues par les petits porteurs en rentes viagères émises à des conditions favorables à ceux-ci.

Après une assez longue discussion, la disposition suivante fut insérée dans la loi de finances de 1929 (art. 96, §§ 2 et 3):

« La Caisse Autonome de gestion des bons de la Défense Nationale, d'exploitation industrielle des tabacs et d'amortissement de la dette publique est au-

torisée à délivrer, en échange des titres de rente perpétuelle 3 % qu'ils détiennent, des titres de rente viagère individuelle ou réversible aux porteurs d'avant guerre non inscrits au rôle de l'impôt général sur le revenu, tant à la date de la promulgation de la présente loi qu'à la date de leur demande.

« Les conditions d'application du présent article seront fixées par décret rendu sur la proposition du Ministre des Finances, d'accord avec le Conseil d'administration de la Caisse d'amortissement ».

Toute l'efficacité de ces dispositions dépendait évidemment des conditions de reprise des titres anciens en échange des nouveaux titres créés. En fait, les conditions fixées par la Caisse d'amortissement enlevèrent toute espèce d'intérêt à la réforme: elles reproduisaient purement et simplement celles qui étaient déjà en vigueur auprès de la Caisse Nationale des Retraites pour la Vieillesse.

Aussi les défenseurs des petits rentiers ne se tinrent nullement pour satisfaits de ces mesures; en avril 1930, lors de la discussion d'un projet de loi sur les dégrèvements d'impôts, M. Georges Bonnet déposa un amendement additionnel au chapitre 1^{er} instituant divers dégrèvements ; cet amendement était ainsi conçu :

« ARTICLE 1 bis. — La Caisse Autonome est autorisée à délivrer en échange des titres de rente perpétuelle émis avant ou pendant la période s'étendant

du 1^{er} août 1914 au 1^{er} janvier 1919 qu'ils détiennent, des titres de rente viagère individuelle ou réversible aux porteurs d'avant guerre âgés de plus de 60 ans et non inscrits au rôle de l'impôt général sur le revenu tant à la date de promulgation de la présente loi qu'à la date de leur demande.

« Les titres de rente viagère seront délivrés aux porteurs de rente par la Caisse Autonome avec une majoration dont le taux ne pourra être inférieur à 20 %.

« Il sera pourvu à la dépense nécessitée par la présente disposition par l'inscription au budget d'un crédit inscrit au profit de la Caisse Autonome. »

A l'appui de son amendement, M. Bonnet faisait valoir que la mesure votée en décembre 1928 en faveur des porteurs ne leur apportait aucun soulagement réel du fait de l'attitude de la Caisse Autonome, celle-ci ayant refusé de reprendre avec majoration les rentes perpétuelles de guerre et d'après guerre à échanger contre des rentes viagères.

Le Ministre des Finances, M. Paul Reynaud, obtint le retrait de l'amendement proposé en s'associant à des déclarations faites antérieurement par des gouvernements successifs en faveur des petits rentiers.

Jusqu'ici les débats étaient limités à la Chambre; avec la loi de finances de l'exercice 1931-1932, ils se sont étendus au Sénat et ont même donné lieu à un conflit entre les deux Assemblées.

Le point de départ de la discussion fut l'article 41 B

de la loi de finances. Ce texte, tel qu'il sortait des délibérations de la Commission des Finances, était ainsi rédigé :

« ART. 41 B. — Toute conversion de rentes sur l'Etat devra être autorisée par une loi qui déterminera également dans quelle mesure et dans quelle condition les économies d'annuités provenant de la dite conversion seront affectées au dédommagement des souscripteurs de rentes d'Etat et des Caisses d'établissements publics, directement éprouvés par la loi monétaire. »

Ce texte présentait l'inconvénient d'admettre qu'un droit à compensation résultait nécessairement de la réforme monétaire, ce qui pouvait entraîner une revalorisation générale des créances; or, une telle mesure risquait d'apporter un trouble considérable dans les finances publiques et privées du pays. Aussi, à la demande du Ministre des Finances, la Chambre adopta un amendement de M. de Monicault qui substituait aux termes suivants « directement éprouvés par la loi monétaire » les mots: « directement éprouvés par la dépréciation monétaire ».

L'article ainsi modifié fut présenté au Sénat où il se heurta à une vive opposition. La Commission des finances de la Haute Assemblée disjoignit l'article sous prétexte que les conversions ne pouvaient être incluses dans une loi de finances. Proposé de nouveau sous forme d'amendement par M. Dominique Delahaye,

l'article fut repoussé. Mais la Chambre reprit son texte à la quasi-unanimité. La Commission des finances sénatoriale proposa alors la rédaction suivante :

« Toute conversion de rentes sur l'Etat devra être autorisée par une loi qui déterminera également l'affectation des économies réalisées par cette opération. »

Cette concession sembla insuffisante à la Chambre qui revint à son ancien texte, à une majorité imposante.

La Commission sénatoriale adopta alors une troisième version qui fut, après de légères modifications, acceptées par la Chambre et ainsi fut voté l'article 74 de la loi de finances de l'exercice 1931-1932.

Il est ainsi conçu :

« ART. 74. — Toute conversion de rentes sur l'Etat devra être autorisée par une loi qui déterminera également dans quelle mesure et dans quelles conditions les petits porteurs qui auraient souscrit des rentes d'Etat et, de ce fait, directement subi les conséquences de la dépréciation monétaire, bénéficieront des économies d'annuités provenant de la dite conversion. »

Cet article tire son importance du fait qu'il met fin à la controverse entre les partisans et les adversaires de la conversion par décret. Il pose également le principe de la revalorisation des rentes détenues par les petits porteurs et subordonne la conversion à la revalorisation.

Ainsi les conversions futures se trouvent, par la volonté du législateur, grevées d'une charge impossible à évaluer avec précision qui risque fort d'absorber une partie du bénéfice que le contribuable était en droit d'attendre de l'opération. Il y a là un danger que l'on ne saurait sous-estimer.

CHAPITRE VII

Les modalités des conversions

Si, à toute époque, la réussite d'une conversion dépend, pour une grande part, des modalités de l'opération, à l'heure actuelle, cette constatation s'impose avec encore plus d'évidence en raison même des obstacles multiples dressés contre les conversions.

La première question à résoudre en cette matière est la détermination du volume de l'opération: doit-on convertir tous les emprunts susceptibles de l'être ou doit-on procéder à une conversion partielle, limitée à des emprunts particulièrement onéreux pour l'Etat?

En faveur de la première solution, les arguments ne manquent pas : la conversion totale a pour elle l'avantage de la simplicité; elle permet en outre de saisir le moment favorable au succès de l'opération avec le maximum d'efficacité ; enfin et surtout elle permet de régler une fois pour toutes l'irritant problème des petits rentiers, évitant ainsi les surenchères successives qui ne manqueraient pas d'apparaître avec des conversions fractionnées.

Il faut reconnaître toutefois que la conversion totale n'est pas sans danger: le volume considérable de la dette convertible (actuellement 80 milliards) en comparaison des ressources limitées de la Trésorerie, l'acuité même de la crise économique, l'hostilité d'une certaine fraction de l'opinion publique, constituent des éléments d'incertitude qu'il ne faut pas négliger.

C'est ici qu'apparaissent les avantages d'une conversion limitée à quelques emprunts judicieusement choisis. Celle-ci rendrait possible la suppression des fonds particulièrement onéreux ou nuisibles au crédit de l'Etat (emprunts 6 à 7 %, emprunt à garantie de change, etc...). En outre elle permettrait, dans une certaine mesure, de limiter les conséquences sociales défavorables d'une conversion en scindant l'opération en deux; dans une première étape seraient seuls convertis les emprunts d'après guerre contractés en francs stabilisés ou déjà fortement dépréciés; plus tard les emprunts de guerre feraient l'objet d'une seconde mesure. Cette méthode aurait l'avantage de ménager les susceptibilités de l'opinion publique et de la familiariser avec les conversions. Elle serait, d'autre part, facilitée par le fait que les emprunts d'après guerre ont été conclus à un taux nominal supérieur à celui des emprunts de guerre qui n'a jamais dépassé 5 %. Dès lors un ajournement des conversions de quelques années pour les seuls emprunts de guerre n'aurait pas de répercussion bien sensible sur les finances publiques; de plus, la diminution des économies réalisa-

bles serait compensée et au delà par le fait que le Gouvernement sera mieux armé, lors de la première étape envisagée, pour résister aux entraînements démagogiques inévitables auxquels donneront lieu les mesures prises en faveur des petits rentiers : en effet, on ne pourra alors soutenir que les économies réalisées par la conversion seront faites au détriment de porteurs particulièrement dignes de considération, puisque ceux-ci ont contracté leurs emprunts en francs déjà fortement dépréciés, sinon même en francs stabilisés.

En fait, des conversions partielles ont été réalisées récemment ; bien entendu, on n'a pas prononcé le mot de conversion, mais l'opération n'en a pas moins été effectuée. Nous entendons par là les mesures prises concernant les emprunts émis par des groupements de sinistrés et gagés par des annuités de l'Etat. Certains de ces emprunts ont été remboursés et ont fait place à de nouvelles émissions d'un montant équivalent mais portant intérêt à un taux notablement plus faible. Citons, à titre d'exemple, les emprunts suivants 6 % convertis en 4 % :

— Groupement des Houillères du Nord et du Pas-de-Calais ;

— Groupement de la Grosse Métallurgie.

Ces opérations ont passé inaperçues : d'une part parce qu'un simple décret suffisait pour leur réalisa-

tion (1); d'autre part elles ont été confondues avec les conversions faites à la même époque par des Sociétés privées pour réduire la charge de leurs emprunts obligataires; elles n'en sont pas moins intéressantes pour les finances publiques, car elles ont permis à l'Etat de réduire fortement les annuités inscrites au budget pour effectuer la couverture du service des emprunts émis par les sinistrés.

Ainsi, l'expérience des ces dernières années a montré la possibilité d'effectuer avec succès des conversions limitées; pour l'avenir, ce genre de conversions semble être le seul possible tant que croîtra la masse des emprunts convertibles et que diminueront les disponibilités du Trésor et de la Caisse Autonome.

Le volume de la conversion à effectuer étant soigneusement déterminé, il convient de résoudre une question dont dépendra en grande partie la réussite de l'opération: le choix du taux réel du nouveau fonds émis. Ceci nous conduit à examiner à la fois le taux nominal du nouvel emprunt et son cours d'émission, ces deux éléments ne pouvant d'ailleurs être étudiés isolément.

Deux principes en cette matière peuvent être énoncés: en premier lieu le nouveau fonds devra être émis aussi près du pair que possible; en second lieu son rendement devra être très légèrement supérieur à celui des rentes du même type déjà cotées en bourse.

(1) Conformément à l'article 13 de la loi du 7 août 1926.

Le premier principe se justifie par le souci de réserver l'avenir en se ménageant de nouvelles possibilités de conversions toutes les fois que l'occasion sera possible; ce but ne serait pas atteint si la nouvelle rente était émise très au-dessous du pair, car toute conversion ultérieure serait impossible tant que le pair ne serait pas regagné.

Le second principe ne vise que la réussite immédiate de l'opération: il permet au public de s'habituer rapidement au nouvel emprunt en facilitant son classement.

De la combinaison des deux principes exposés ci-dessus résultera le choix du taux nominal de l'emprunt nouveau: par exemple si les fonds publics du type 4 1/2 % (P. T. T., Caisse Autonome) sont cotés au pair, on pourra, en supposant le nouvel emprunt émis très légèrement au-dessous du pair, faire choix de ce même taux de 4 1/2 %. Le succès de la conversion sera favorisé à la fois par la légère prime d'émission du nouveau fonds et par son taux de rendement avantageux si on le compare à celui des emprunts du même type déjà en circulation.

Reste à examiner un troisième point qui joue un rôle décisif dans la réussite de la conversion: la clause d'inconvertibilité. Cette clause, qui de tous temps intervient fortement dans l'appréciation de la valeur d'un emprunt offert au public est mise en relief avec une intensité accrue au moment même de la conversion: le porteur, qui vient d'avoir son revenu diminué,

tient essentiellement à ce que le nouveau titre qu'il reçoit lui procure un revenu stable pendant une période assez longue ; aussi attachera-t-il une grande importance à la durée de l'inconvertibilité stipulée dans le nouvel emprunt. Mais, d'autre part, l'intérêt de l'Etat commande de ne pas exclure pendant une trop longue période toute possibilité de conversion ultérieure. Il faudra donc adopter une solution transactionnelle pour ménager les intérêts en présence : en fait, si l'on tient compte des expériences passées, une période d'inconvertibilité de dix ans semble raisonnable.

A côté des principaux points que nous venons d'examiner, d'autres détails d'application auront leur importance : citons seulement parmi ceux-ci la brièveté du délai d'option laissé aux porteurs, qui sera limité à quelques jours.

On voit ainsi combien complexes sont les facteurs dont on doit tenir compte pour effectuer une conversion avec quelque chance de succès et combien importantes sont les modalités de l'opération. Dans le passé certaines conversions — telle la conversion Fould — qui paraissaient réunir les conditions requises pour réussir pleinement, ont échoué par la seule présence d'une modalité maladroite et insuffisamment comprise du public.

CHAPITRE VIII

Les conversions passées et les conversions présentes

De ce qui précède, on peut dégager quelques traits essentiels des conversions actuellement projetées ou déjà réalisées. Mais, pour faire ressortir avec plus de netteté les caractères propres de ces opérations, il est utile de les comparer aux conversions qui ont été effectuées dans le passé.

Depuis que notre dette publique a reçu son organisation actuelle on ne compte en France pas moins de sept conversions dont nous donnons ci-dessous les principales caractéristiques:

Texte d'autorisation	Réduction du taux d'intérêt (%)	Montant en capital (en millions de frs)	Volume du budget ordinaire (en millions de frs)
Loi du 1 ^{er} mai 1825 (de Villèle)	de 5 à 4 1/2 ou 3 % avec prime (conversion facultative)	634	924
Décret du 14 mars 1852 (Bineau)	de 5 à 4 1/2	3.513	1.449
Loi du 12 février 1862 (Fould)	de 4 1/2 à 4	3.010	1.729
Loi du 27 avril 1883 (Tirard)	de 5 à 4 1/2	6.803	3.026
Loi du 7 novem. 1887 (Rouvier)	de 4 1/2 à 4	837	2.957
Loi du 17 janv. 1894 (Burdeau)	de 4 1/2 à 3 1/2	6.788	3.439
Loi du 9 juillet 1902 (Rouvier)	de 3 1/2 à 3	6.782	3.602

Dans la comparaison que nous allons établir entre les conversions effectuées dans le passé et les conversions actuellement projetées ou réalisées, nous nous heurtons à une difficulté du fait que l'un des termes de la comparaison est encore incertain; nous serons donc obligés d'admettre comme acquis un certain nombre de points dans les conversions actuelles, afin de pouvoir établir notre parallèle entre celles-ci et leurs devancières.

Nous noterons successivement les points de ressemblance, puis les points de divergence de ces deux séries d'opérations.

On remarquera tout d'abord que les conversions passées sont intervenues presque toutes après une crise politique ou économique profonde. La date à laquelle elles ont été réalisées nous donne une précieuse indication sur la période d'adaptation qui a été nécessaire pour résorber les effets financiers des grandes crises du xix^e siècle: s'il a fallu dix ans pour liquider le passif de l'Empire, quatre ans ont suffi pour effacer les effets de la Révolution de 1848. Pour la guerre de 1870, l'assainissement a été réalisé en cinq ans: en effet, la conversion de 1883 a été précédée, dès 1875, par le remboursement de l'emprunt Morgan au moyen de rentes 3 %, opération techniquement semblable à une conversion. Que la guerre de 1914-1918 nécessite une résorption plus longue des troubles financiers qu'elle a causés est un fait qui n'a rien de surprenant.

Le volume des conversions actuellement projetées n'est pas anormal, même en supposant que l'on réalise en une seule opération la totalité des conversions légalement possibles dès aujourd'hui : en effet, le chiffre actuel du capital nominal de la dette convertible (80 milliards) dépasse de moins de 50 % le volume du budget annuel de l'Etat. Or, dans le passé, on trouve des conversions portant sur un chiffre de dette supérieur au double du budget ordinaire. (En 1852, notamment, la conversion Bineau, qui réussit parfaitement, englobait un capital supérieur à 240 % des recettes budgétaires.)

Les conversions actuelles ne paraissent donc nullement exceptionnelles par leur volume ; elles sont tout à fait comparables sous ce rapport à certaines conversions déjà réalisées dans le passé.

Tels sont les deux principaux points de ressemblance que l'on peut découvrir entre les conversions passées et les conversions présentes. Les différences entre ces deux catégories d'opérations sont plus nombreuses et plus importantes.

En premier lieu, toutes les conversions qui ont eu lieu jusqu'ici ne portaient que sur une seule rente, ce qui facilitait beaucoup la réussite de l'opération. Au contraire, à l'heure actuelle, nous avons vu qu'il y avait un certain nombre de rentes susceptibles d'être converties et nous nous sommes même demandé ⁽¹⁾ s'il

(1) Chapitre VII.

ne valait pas mieux, dans un premier essai, limiter la conversion à une ou deux rentes soigneusement choisies. Quelle que soit d'ailleurs la solution adoptée sur ce point dans l'avenir, il n'est pas douteux que la pluralité des rentes à convertir soulève des difficultés en raison même de la complexité de l'opération : notamment il semble difficile d'échanger les titres anciens contre des titres nouveaux unifiés, car les premiers contiennent des clauses parfois divergentes qui ne pourraient être réunies dans les seconds. D'où une difficulté qui ne s'était pas produite dans les conversions jusqu'ici réalisées.

En second lieu, la réduction du taux de l'intérêt actuellement possible est supérieure à celle qui a été réalisée jusqu'ici et qui ne s'élevait qu'à 1/2 ou 1 %. Encore avait-on pris soin, lors de certaines conversions, de prévoir une période de transition pour éviter aux porteurs une diminution trop brusque de leur revenu. La conversion était ainsi réalisée en deux étapes, chacune d'elles étant marquée par une diminution de un quart % d'intérêt. Avec la réduction accentuée du taux d'intérêt actuellement possible, il y aurait lieu de prévoir des mesures de transition de ce genre.

Enfin les conversions actuelles soulèvent une question d'une acuité particulière que l'on ne rencontre pas dans les précédentes : nous entendons par là la question de dépréciation monétaire. Sans doute, la conversion de 1825 venait après le tiers consolidé, mais près de trente ans s'étaient écoulés entre les deux mesures

alors que quatre ans seulement nous séparent de la loi de stabilisation. De plus, la conversion de 1825 était facultative, tandis que, selon toute vraisemblance, les opérations envisagées seront obligatoires, l'expérience des conversions facultatives n'ayant pas été heureuse.

Ainsi les conversions actuelles, malgré certaines ressemblances, se distinguent de leurs devancières par des points particulièrement délicats. Elles soulèvent des problèmes complexes qui nécessitent une étude approfondie. Leur échec, en effet, serait lourd de conséquences. Dans un monde profondément troublé, le franc, le crédit de la France ont cessé d'être discutés depuis notre redressement financier de 1926. Mais cette date est trop récente pour que toute inquiétude ait disparu dans les esprits. Aussi toute opération ne devra être tentée qu'avec la plus grande circonspection.

Conclusion

Nous avons vu, au cours de cette étude, combien délicate et complexe est l'opération de conversion : elle nécessite, en effet, la réunion d'une série de facteurs favorables qui sont bien difficiles à grouper simultanément. Et même, quand la plupart de ces facteurs sont réunis, restent encore des obstacles malaisés à surmonter : obstacle social, obstacle technique et obstacle politique.

Vienne là-dessus une crise économique sévère, la situation apparaîtra encore plus délicate et beaucoup diront : les conversions sont renvoyées aux calendes grecques.

Nous estimons que la crise, si aiguë soit-elle et précisément même en raison de son acuité, n'autorise pas un pareil laisser-aller, un pareil découragement. Dussions-nous ne convertir immédiatement qu'une seule rente, le geste mériterait d'être réalisé. D'abord comme conséquence d'engagements pris antérieurement par le Gouvernement vis-à-vis de la Caisse d'amortissement. Ensuite pour affirmer la continuité de notre politique d'assainissement financier, d'allègement du fardeau écrasant que constitue notre dette publique. Enfin dans l'intérêt même du crédit de la France, qui souffre d'avoir une liste interminable de fonds d'Etat

disparates, dont plusieurs rappellent par leur seule présence des journées tragiques pour l'histoire de notre nation (emprunt à garantie de change, etc...).

Sans doute, diront certains, un premier effort a été déjà réalisé en ce sens: la conversion d'une bonne partie des emprunts gagés par des annuités de l'Etat est une opération intéressante en elle-même. Intéressante, certes, mais insuffisante en tant que manifestation de la volonté de l'Etat: un simple décret a suffi pour réaliser l'opération ; une loi, au contraire, est nécessaire pour convertir nos rentes, et cette loi n'a pas encore vu le jour.

Peut-être, et c'est sur ce vœu que nous terminerons ce travail, le prochain Parlement, plus éloigné des débats de pure politique, plus conscient aussi des véritables intérêts du pays, comprendra, devant la gravité de la crise économique, la nécessité de convertir et ne refusera pas son concours à un Gouvernement soucieux de maintenir intact le crédit de l'Etat français.

Vu :

LE DOYEN,
BERTHÉLEMY.

Vu :

LE PRÉSIDENT,
William OUALID.

Vu et permis d'imprimer :

LE RECTEUR DE L'ACADÉMIE DE PARIS,
CHARLÉTY.

Bibliographie

1. — Ouvrages généraux

ALLIX. — *Traité élémentaire de science des finances et de législation financière française*. Paris, Rousseau, 1927.

AUDIFFRET (Marquis d'). — *Système financier de la France*, 3^e édition.

BASTABLE. — *Public finance*, 3^e édition, Londres, 1903.

CAUWES. — *Cours d'économie politique*, 4^e volume.

COHN. — *System der Finanzwissenschaft*, Stuttgart, 1889.

SAY (Léon) et CHAILLEY (Joseph). — *Dictionnaire d'Economie Politique*. V^e Conversion. (Paris, Guillaumin et Cie, 1891.)

SAY (Léon). — *Dictionnaire des finances*. V^e Conversion. (Paris, Berger-Levrault, 1889.)

EHEBERG. — *Finanzwissenschaft*, 15^e édition.

JÈZE (G.). — *La date de remboursement de la dette publique. Histoire de l'amortissement en France*. (Paris, Giard, 1926.)

LACHAPELLE (G.). — *Le Crédit public*. (Paris, Berger-Levrault, 1931.)

LEROY-BEAULIEU. — *Traité de la Science des Finances*. (Paris, Guillaumin et Cie, 1892.)

- MARTIN (Germain). — Les finances publiques de la France et la fortune privée (1914-1925). (Paris, Payot, 1925.)
- NEYMARCK. — Finances contemporaines. (Paris, Guillaumin et Cie, 1902.)
- NITTI. — Science des Finances.
- OUALID (W.), collaborateur de GIDE (Charles). — Le bilan de la guerre pour la France.
- PERREAU (C.). — Cours d'économie politique, 4^e édition. (Paris, 1928.)
- RAU. — Grundsätze der Finanzwissenschaft, 1832.
- TRUCHY. — Cours d'économie politique. (Paris, Sirey, 2 volumes, 3^e édition, 1929.)
- VOCKE. — Finanzwissenschaft.
- VRAYE. — Le budget de l'Etat.
- VUHRER (A.). — Histoire de la dette publique en France. (Paris, Berger-Levrault, 1886.)
- WAGNER. — Traité de la Science des Finances (traduct. française).

2. — Ouvrages spéciaux

- BESSON. — La conversion de 1825. *Thèse*, Paris, 1908.
- BOUR. — Le projet de conversion de 1824. *Thèse*, Paris, 1906.
- CHAULIN-SERVINIÈRE. — Des conversions de rentes sur l'Etat. *Thèse*, Paris, 1911.
- CHAUVIN. — Les conversions avec soulte en France. *Thèse*, Paris, 1909.
- DEPOUHON. — De la conversion de l'emprunt belge. (Bruxelles, 1836.)

DOUCET. — Les conversions en France au xix^e siècle.
Thèse, Paris, 1903.

KELLERSOHN (M.). — La conversion des rentes. (Paris,
Stock, 1931.)

LABEYRIE. — Théorie et histoire des conversions de
rentes. (Paris, Guillaumin et Cie, 1878.)

LÉVÊQUE. — Les conversions de dettes publiques.
Thèse, Paris, 1905.)

LÉVY (Raphaël-Georges). — Les conversions de rentes.
(Paris, 1886.)

LÉVY-ULMANN. — Traité des obligations à primes et à
lots.

NEYMARCK. — Les contribuables et la conversion de la
rente. (Paris, 1878.)

POPELIN. — Les conversions de la Troisième Républi-
que. *Thèse*, Paris, 1906.

RODE. — Les conversions de dette publique. *Thèse*,
Paris, 1897.

VERMULLEN. — De la conversion des rentes et des obli-
gations amortissables. *Thèse*, Paris, 1907.

3. — Articles de revues et de journaux

ANNEE 1930.

JENNY (F.). — *Temps* du 11 août : L'œuvre et la poli-
tique de la Caisse Autonome.

VINCENT (E.). — *Journal des Finances* du 15 août :
La conversion des rentes.

KERGALL (A.) — *Revue Economique et Financière* du
23 août : La conversion des rentes.

DUMONT. — *Actualités* du 11 septembre : Dette publique et amortissements.

JÈZE (G.). — *Journal des Finances* du 31 octobre : La conversion des rentes.

JENNY (F.). — *Temps* du 3 novembre : A propos des conversions.

BONNEFOUS (G.). — *Le Capital* du 27 novembre : Amortissement et conversion des rentes.

PALMADE. — Documents parlementaires, Chambre S. O., 1930, N° 3859.

ANNEE 1931.

LAMOUREUX. — Documents parlementaires, Chambre, S. O., 1931, N° 4.711.

BARETY. — Documents parlementaires, Chambre, S. O., 1931, N° 4.760.

BARTHÉLEMY (Jos.). — *Revue politique et parlementaire* du 10 janvier : Les projets de conversion devant les leçons du passé.

CHAPPEDELAINE (de). — Documents parlementaires, Chambre, S. O., N° 3.857. Rapport général.

KERGALL (A.). — *Revue économique et financière* du 24 janvier : Les conversions et le budget.

LAMOUREUX. — *Europe Nouvelle* du 31 janvier : Le problème des conversions.

ANTONELLI. — *Europe Nouvelle* du 31 janvier : Le problème des conversions.

NATHAN. — *Europe Nouvelle* du 31 janvier : Le problème des conversions.

MARION (Marcel). — *Le Capital* du 11 février : 1931, année des conversions ?

LAUZANNE (S.). — *Actualités*, 12 février : L'Etat pourrait, en 1932, économiser un milliard et demi.

X... — *Frankfurter Zeitung*, 21 février, N° 140. — Etude sur la conversion des rentes françaises.

A. L. — *Information* du 5 mars. — Les conversions de rentes.

LIESSE (André). — *Journal des Débats*, 10 et 19 mars. — A propos des conversions.

KELLERSOHN (M.). — *Information* du 11 mars. — Nécessité technique des conversions.

JENNY (F.). — *Temps* du 30 mars. — Les conversions.

TRUCHY (H.). — *Information* du 18 avril. — Les conversions.

GARDEY (A.). — Documents parlementaires, Sénat, S. O., 1931, N° 212.

RÉGNIER. — Documents parlementaires, Sénat, S. O., 1931, N° 213.

MILAN (F.). — *Le Journal*, 5 juin. — Emissions privées et conversions.

JENNY (F.). — *Temps*, 1^{er} juin. — L'opportunité des conversions.

MARTIN (Germain). — *Le Capital*, 24 juin. — Le caractère technique de la conversion des rentes.

PICARD (Roger). — *Revue politique et parlementaire* d'octobre. — La conversion de la Dette publique.

ANNEE 1932.

Journal Officiel, 20 février. — Arrêté du 18 février fixant le montant du coupon au 5 mars de la rente 4 % 1925 à 2 fr. 05.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	1
CHAPITRE PREMIER. — Etude sommaire de la conversion	3
CHAPITRE II. — Les rentes à convertir.....	19
CHAPITRE III. — Nécessité des conversions.....	39
CHAPITRE IV. — Les obstacles aux conversions.	49
a) L'obstacle social.....	49
CHAPITRE V. — Les obstacles aux conversions..	59
b) L'obstacle technique.....	59
CHAPITRE VI. — Les obstacles aux conversions..	67
c) L'obstacle politique.....	67
CHAPITRE VII. — Les modalités des conversions	77
CHAPITRE VIII. — Les conversions passées et les conversions présentes.....	83
CONCLUSION	89
BIBLIOGRAPHIE	91

